

Πάντειο Πανεπιστήμιο

Τμήμα Διεθνών, Ευρωπαϊκών και Περιφερειακών Σπουδών

Ειδίκευση : Διεθνές Οικονομικό, Χρηματοοικονομικό και Τραπεζικό Δίκαιο

«Άσκηση Νομισματικής Πολιτικής από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, συγκριτική μελέτη με την άσκηση Νομισματικής πολιτικής της Federal Reserve Bank και της Bank of England»

15/9/2015

Μεταπτυχιακή Φοιτήτρια : Μπίτη Αγγελίτσα (ΑΜ: 1213Μ061)

(Απόφοιτος τμήματος Διεθνών και Ευρωπαϊκών Σπουδών)

Τριμελής Επιτροπή : κ. Χρ. Γκόρτσος, κ. Κ. Στεφάνου, κ. Παν. Αλεξιάκης

Περιεχόμενα

«Άσκηση Νομισματικής Πολιτικής από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, συγκριτική μελέτη με την άσκηση Νομισματικής πολιτικής της Federal Reserve Bank και της Bank of England»

.....	Σφάλμα! Δεν έχει οριστεί σελιδοδείκτης.
Εισαγωγή.....	4
Εισαγωγή στην άσκηση της Νομισματικής Πολιτικής.....	4
Αρμοδιότητες της Κεντρικής Τράπεζας.....	7
Σημασία τη συμβολής των κεντρικών τραπεζών στη σταθερότητα του νομισματικού και χρηματοοικονομικού συστήματος.....	8
Κεφάλαιο Πρώτο.....	9
Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών – Ευρωσύστημα.....	9
Η νομική φύση του ΕΣΚΤ.....	11
Στόχοι.....	12
Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα.....	13
Εθνικές Κεντρικές Τράπεζες :.....	17
Σχέση ΕΚΤ και Εθνικών Κεντρικών τραπεζών.....	17
Ανεξαρτησία και Λογοδοσία της ΕΚΤ.....	17
Η νομισματική στρατηγική της ΕΚΤ.....	18
Τα μέσα άσκησης νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος.....	19
Νομισματική πολιτική υπό το πρίσμα της πρόσφατης χρηματοοικονομική κρίσης.....	25
Κεφάλαιο Δεύτερο.....	30
Ομοσπονδιακό Αποθεματικό Σύστημα (Federal Reserve System).....	30
Στόχοι.....	30
Διοικητικό Συμβούλιο (Board of Governors).....	30
Περιφερειακές Ομοσπονδιακές Τράπεζες (Federal Reserve District Banks).....	31
Ρόλος τους στη Νομισματική Πολιτική.....	31
Ομοσπονδιακή Επιτροπή Ανοικτής Αγοράς (Federal Open Market Committee).....	32
Συνεδριάσεις.....	32
Εκθέσεις Νομισματικής Πολιτικής.....	33
Μέσα άσκησης νομισματικής πολιτικής της FED.....	33
Άσκηση νομισματικής πολιτικής υπό το πρίσμα της οικονομικής κρίσης.....	34
Κεφάλαιο Τρίτο.....	37
Τράπεζα της Αγγλίας.....	37

Η Επιτροπή Νομισματικής Πολιτικής	39
Νομισματικό Πλαίσιο Λειτουργίας	39
Ο στόχος για τον πληθωρισμό	39
Άσκηση Νομισματικής Πολιτικής	40
Άσκηση της Νομισματικής Πολιτικής υπό το πρίσμα της χρηματοοικονομικής κρίσης.....	40
Κεφάλαιο Τέταρτο.....	42
Συγκριτικές παρατηρήσεις τριών συστημάτων.....	42
Γενικό Πλαίσιο.....	42
Νομισματική απόκριση στην κρίση από τα τρία συστήματα	45
Νομικοί Περιορισμοί στην άσκηση της νομισματικής πολιτικής.....	47
Ολοκλήρωση των αγορών κεφαλαίων.....	47
Πρόσβαση σε αντισυμβαλλομένους.....	49
Εσωτερικές Επιλογές.....	50
Ισολογισμοί των κεντρικών τραπεζών (Central Bank Balance Sheets)	53
Επίλογος.....	53
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ :	55

Περίληψη:

Στόχος της παρούσας εργασίας είναι να πραγματευτεί συγκριτικά την άσκηση νομισματικής πολιτικής τριών συστημάτων, του Ευρωσυστήματος, του Αμερικανικού Ομοσπονδιακού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών και του νομισματικού συστήματος της Τράπεζας της Αγγλίας. Θα παρουσιαστούν ενδελεχώς τα τρία συστήματα ,οι βασικοί τους στόχοι, το κανονιστικό τους πλαίσιο, η δομή τους, τα όργανα λειτουργίας και τα μέσα άσκησης νομισματικής πολιτικής τους, τόσο σε ομαλές περιστάσεις , όσο και η αντίδραση τους στην πρόσφατη παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση. Βασική επιδίωξη της εργασίας αποτελεί η ανεύρεση των βασικών ομοιοτήτων και κυρίαρχων διαφορών στις μορφολογίες των συστημάτων ,στην άσκηση της νομισματικής τους πολιτικής, καθώς και στην ανάδειξη των καλύτερων πρακτικών για την αντιμετώπιση των νομισματικών και χρηματοοικονομικών πιέσεων των τελευταίων ετών.

Abstract :

The aim of this paper is to examine in comparison the formation of monetary policy of the ECB , the FED and the Bank of England. A thorough presentation of the three systems will follow; the focus will be on their mandate, their legal framework, their structure, their functioning bodies, as long as on the means of formatting their monetary policy under normal circumstances and in times of economic turbulences, such as the recent global financial crisis. Main target of this paper is to find out the basic similarities and differences of those systems, on the formation and execution of their monetary policy, as long as the indication of the best practices for the alleviation of the monetary and financial stress-tests of the recent years.

Εισαγωγή

Εισαγωγή στην άσκηση της Νομισματικής Πολιτικής

Ως νομισματική πολιτική νοείται το σύνολο των μέτρων που λαμβάνει μια κεντρική τράπεζα για τον επηρεασμό της προσφοράς χρήματος και, μέσω αυτής, ορισμένες οικονομικές μεταβλητές (π.χ. τα επιτόκια δανεισμού των εμπορικών τραπεζών), με στόχο την επίτευξη συγκεκριμένων στόχων οικονομική πολιτικής, κυρίως δε τη διασφάλιση της σταθερότητας του

επιπέδου των τιμών στην οικονομία.¹

Επίσης, ευρέως αποδεκτοί στόχοι της νομισματικής πολιτικής είναι τα υψηλά επίπεδα απασχόλησης, τα χαμηλά επίπεδα πληθωρισμού και τα υψηλά επίπεδα ανάπτυξης. Δεν υπάρχει βέβαια συμφωνία για το ότι οι παράλληλοι αυτοί στόχοι είναι πάντα συμβατοί μεταξύ τους, καθώς αποτελούν συγκοινωνούντα στοιχεία και αλληλοεπηρεάζονται².

Η προσφορά χρήματος είναι η ποσότητα χρήματος που βρίσκεται σε κυκλοφορία σε μία οικονομία. Ο έλεγχος αυτής της προσφοράς χρήματος αποτελεί στην ουσία την άσκηση της νομισματικής πολιτικής.³

Μια νομισματική πολιτική μπορεί να είναι επεκτατική ή περιοριστική. Επεκτατική είναι η νομισματική πολιτική η οποία αυξάνει την ποσότητα του χρήματος στην αγορά και περιοριστική είναι η νομισματική πολιτική η οποία μειώνει την ποσότητα του χρήματος με αύξηση και μείωση του πληθωρισμού αντίστοιχα.

Ακόμα η άσκηση της νομισματικής πολιτικής μπορεί να χαρακτηριστεί ,επίσης, ως ενεργή ή ως παθητική. Ενεργή ονομάζεται η νομισματική πολιτική που υιοθετεί έναν ισχυρό ανακυκλικό ρόλο. Επιθυμεί να προσαρμόσει τη νομισματική πολιτική σύμφωνα με τις βραχυπρόθεσμες μεταβολές των οικονομικών συνθηκών. Αν η οικονομία μοιάζει να οδεύει προς την ύφεση, μια ενεργή νομισματική πολιτική θα χαλαρώσει τους νομισματικούς περιορισμούς, ενώ αν η οικονομία οδεύει προς την άνθηση, θα ενισχύσει τους νομισματικούς περιορισμούς. Αντίθετα, η παθητική νομισματικής πολιτική έχει μεσοπρόθεσμη ή μακροπρόθεσμη προοπτική και αποποιείται κάθε ευθύνη για τη διόρθωση των βραχυπρόθεσμων κυκλικών διακυμάνσεων.⁴

Μια κεντρική τράπεζα μπορεί να επηρεάσει το επίπεδο των τιμών στην οικονομία, μέσω των συναλλαγών ανοικτής αγοράς. Προκειμένου λοιπόν να αυξήσει την προσφορά χρήματος αγοράζει ομόλογα και άλλες εγγυήσεις και προκειμένου να μειώσει την προσφορά χρήματος η κεντρική τράπεζα πουλάει ομόλογα και άλλες εγγυήσεις.

Μια κεντρική τράπεζα δύναται να ελέγξει την προσφορά χρήματος με τρεις τρόπους:

- 1) Συναλλαγές Ανοικτής Αγοράς (Open Market Operations)
- 2) Μεταβολή των Υποχρεωτικών Διαθέσιμων (reserve requirements)
- 3) Μεταβολή του Συντελεστή Προεξόφλησης (discount rate), που είναι το επιτόκιο που επιβάλλει η Κεντρική Τράπεζα όταν χορηγεί δάνεια στις τράπεζες.

Η νομισματική θεωρία ερευνά πως τα νομισματικά μεγέθη και οι νομισματικές εξελίξεις

¹ Χρήστος Γκόρτσος ,(2014),σελ 5

² Milton Friedman ,(1968) Διαθέσιμο : www.aeaweb.org/aer/top20/58.1.1-17.pdf (Πρόσβαση 15.5.2015)

³ Koshy Mathai, (2009), What is monetary policy, IMF, Finance & Development September 2009 Διαθέσιμο : www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2009/09/pdf/basics.pdf (Πρόσβαση 15.5.2015)

⁴ Dermot McAleese,(2005), Οικονομική για Επιχειρησιακές Σπουδές, Ανταγωνισμός, Μακροσταθεροότητα και Παγκοσμιοποίηση, Μετάφραση: Ανδριάννα Σακκά, Εκδόσεις Τυπωθήτω-Γιώργος Δάρδανος, Αθήνα

επιδρούν στα πραγματικά μεγέθη της οικονομίας. Με αυτό τον τρόπο αυτό διευρύνονται και βελτιώνονται οι δυνατότητες της νομισματικής πολιτικής να επηρεάζει την οικονομική εξέλιξη προς την επιθυμητή κατεύθυνση⁵

Για να είναι η νομισματική θεωρία χρήσιμη θα πρέπει να εξηγεί με σαφήνεια τόσο τις ιστορικές εξελίξεις των σημαντικών μεταβλητών όσο και τις δυνατές επιδράσεις των μέτρων της νομισματικής πολιτικής.

Μια αποτελεσματική νομισματική πολιτική θα πρέπει να διαθέτει μεταβλητές που να μπορεί να επηρεάσει (πχ ποσότητα χρήματος, επιτόκια), να έχει σαφείς μεταβλητές- στόχους, όπως είναι το ποσοστό του πληθωρισμού και να προσανατολίζεται και σε άλλα μεγέθη που ενδιαφέρουν την κοινή γνώμη, όπως το ΑΕΠ και την απασχόληση.⁶

Οι στόχοι που είναι απαραίτητοι για μια επιτυχημένη νομισματική πολιτική είναι οι εξής :

Σε έναν κόσμο στον οποίο η νομισματική πολιτική μπορεί να επηρεάσει την πραγματική οικονομία , σε μεταβλητές όπως η παραγωγή και η απασχόληση, καθώς επίσης και να επέμβει και στη μεσοπρόθεσμη επίδοση των αγορών και των επιχειρηματικών κύκλων, οι λήπτες αποφάσεων νομισματικής πολιτικής φέρουν μεγάλη ευθύνη για την αποτελεσματική οργάνωση και διεξαγωγή της νομισματικής πολιτικής. Το γνώριμο μοντέλο της επιδίωξης ενός και μόνο στόχου νομισματικής πολιτικής πολλές φορές μοιάζει απατηλό. Καθώς, η επιλογή της επιδίωξη μόνο της σταθερότητας των τιμών, χωρίς να ληφθούν υπόψη και άλλοι παράγοντες όπως η παραγωγικές επιδόσεις και τα επίπεδα ανεργίας όπως επίσης και άλλες μεταβλητές της πραγματικής οικονομίας, αποτελεί μια επιλογή που βρίσκεται υπό συζήτηση.⁷

Ακόμα με την έλλειψη αποτελεσματικής δημοσιονομικής πολιτικής, παράλληλα της νομισματικής και οικονομικής, υπό κανονικές συνθήκες, η επιτυχία των νομισματικών στόχων τίθεται υπό αμφισβήτηση και οι επιδράσεις στην παραγωγή και την απασχόληση δεν είναι εύκολα εφικτές. Παράγοντες όπως το μέγεθος της κατανάλωσης, των επενδύσεων και τα ισοζύγια πληρωμών μια οικονομίας πρέπει να λαμβάνονται εξίσου υπόψη για τη διαμόρφωση νομισματική πολιτικής. Γενικότερα, η νομισματική πολιτική μόνο σε συνεργασία με τη δημοσιονομική δύναται να φέρει τα επιθυμητά αποτελέσματα.⁸

Η τιμές των χρεογράφων μπορούν να είναι μια σημαντική πηγή πληροφοριών για τις μελλοντικές πληθωριστικές τάσεις και τις επιδόσεις της πραγματικής οικονομίας και οι διαμορφωτές της νομισματικής πολιτικής θα πρέπει να τις λαμβάνουν σοβαρά υπόψη στην

⁵ Κότιος ,2014, www.des.unipi.gr/wp-content/uploads/2014/05/%CE%9D%CE%9F%CE%9C%CE%99%CE%A3%CE%9C%CE%91%CE%A4%CE%99%CE%9A%CE%97-%CE%98%CE%95%CE%A9%CE%A1%CE%99%CE%91.pdf
(Πρόσβαση 18.5)

⁶ Ibid Κότιος, 2014

⁷ Benjamin Friedman,(2005) , What objectives of monetary policy , Harvard ,σελ 64
Διαθέσιμο: www.scholar.harvard.edu/files/bfriedman/files/what_objectives_for_monetary_policy.pdf
(Πρόσβαση 5.7.2015)

⁸ Ibid, σελ 65

διαδικασία λήψεων αποφάσεων. Αλλά η νομισματική πολιτική δεν πρέπει να ανεβάζει τις τιμές των τίτλων ή να επηρεάζει την κίνηση των κεφαλαίων, χωρίς ανεξάρτητη και αντικειμενική στοχοθεσία.

Όσο λοιπόν, οι διαμορφωτές της νομισματικής πολιτικής θέτουν στόχους προσανατολισμένους στα αποτελέσματα της πραγματικής οικονομίας, δεν θα πρέπει να περιορίζονται μόνο στα επίπεδα πληθωρισμού, αλλά παράλληλα να επιδιώκουν υψηλά επίπεδα ανάπτυξης και απασχόλησης.

Σε περιπτώσεις οικονομικών δυσκαμψιών, στη διαδικασία απόφασης των μισθολογικών συντελεστών, που επηρεάζεται άμεσα από τις πληθωριστικές τάσεις, απαιτείται ακόμα πιο προσανατολισμένη νομισματική πολιτική στην πραγματική οικονομία. Σε περιπτώσεις οικονομικών δυσκαμψιών, λοιπόν, τίθεται δίλλημα αποφάσεων ως προς την επιδίωξη της σταθερότητας των τιμών και την πλήρη απασχόληση και η διαμόρφωση της νομισματικής πολιτικής καλείται να εξισορροπήσει αυτά τα δύο αιτήματα.⁹

Αρμοδιότητες της Κεντρικής Τράπεζας

Η άσκηση νομισματικής πολιτικής σε μια χώρα συνιστά προσφορά δημόσιας υπηρεσίας με ύψιστη σημασία και σπουδαιότητα, διότι μέσω της νομισματικής πολιτικής επιδιώκεται η επίτευξη συγκεκριμένων μακροοικονομικών στόχων. Η Κεντρική Τράπεζα αποτελεί το θεσμικά υπεύθυνο και αρμόδιο δημόσιο όργανο για την άσκηση νομισματικής πολιτικής σε μία χώρα. Η άσκηση λοιπόν της νομισματικής πολιτικής αποτελεί σήμερα την πρωταρχική αρμοδιότητα της Κεντρικής Τράπεζας.

Η αποτελεσματικότητα της νομισματικής πολιτικής εξαρτάται, μεταξύ άλλων, από την καλή λειτουργία, σταθερότητα και ασφάλεια του συστήματος πληρωμών του τραπεζικού συστήματος και του συνολικού πιστωτικού τομέα της οικονομίας. Γι αυτό, συνήθως, η Κεντρική Τράπεζα αναλαμβάνει επίσης το καθήκον της διοικητικής εποπτείας των τραπεζών και του συστήματος πληρωμών, παράλληλα με την πρωταρχική της αρμοδιότητα και εφόσον δεν αντίκειται στους στόχους της ως προς την άσκηση της νομισματικής πολιτικής.

Επιπρόσθετα, η Κεντρική Τράπεζα αποτελεί σημαντικό σύμβουλο του κράτους σε ζητήματα που αφορούν τη θεσμική οργάνωση, διαρθρωτική συγκρότηση και εποπτεία του ευρύτερου πιστωτικού τομέα, καθώς και σε θέματα που συνδέονται με τη χρηματοοικονομική διαχείριση των δημόσιων οικονομικών της χώρας.¹⁰

Για την υλοποίηση του πρωταρχικού στόχου της Κεντρικής Τράπεζας, δηλαδή την άσκηση της νομισματικής πολιτικής, λειτουργεί ως τραπεζίτης του δημόσιου τομέα, τραπεζίτης των τραπεζών και θεματοφύλακας των συναλλαγματικών διαθέσιμων της χώρας. Οι τεχνικές αυτές λειτουργίες της κεντρικής τράπεζας έχουν ιδιαίτερη σημασία για τις μακροοικονομικές επιδόσεις μιας οικονομίας, διότι από την κάθε λειτουργία προκύπτει και μια δυναμική πηγή μεταβολής της προσφοράς χρήματος.¹¹

⁹ Ibid ,σελ 65

¹⁰ Τραπεζικό Περιβάλλον, Νομισματική Θεωρία και Πολιτική, Τόμος Α, Ελληνικό Ανοικτό Πανεπιστήμιο, Πάτρα 1999, σελ 209

¹¹ Ibid , σελ 212

Ως τραπεζίτης του δημοσίου η Κεντρική Τράπεζα δέχεται καταθέσεις του κράτους ή των δημόσιων οργανισμών, τους χορηγεί δάνεια ή εγγυάται δάνεια που συνάπτουν με τρίτους, διεκπεραιώνει ορισμένες εισπράξεις και πληρωμές τους, αγοράζει και πουλά χρεόγραφα τους.

Ως τραπεζίτης των τραπεζών δέχεται και διαχειρίζεται καταθέσεις που διατηρούν σε αυτήν οι υπόλοιπες τράπεζες του συστήματος, δανείζει τις τράπεζες αυτές και αγοράζει ή τους πουλά χρεόγραφα. Εκείνο που επιδιώκει μέσω των πιστωτικών αυτών δοσοληψιών η Κεντρική Τράπεζα είναι να ελέγξει τη ρευστότητα του τραπεζικού συστήματος, δηλαδή την ικανότητα των τραπεζών να ανταποκρίνονται ανά πάσα στιγμή στις υποχρεώσεις τους προς τους καταθέτες και λοιπούς πελάτες τους.

Ως θεματοφύλακας των συναλλαγματικών διαθέσιμων της χώρας η Κεντρική Τράπεζα είναι αρμόδια για τη φύλαξη και διαχείριση του συνολικού αποθέματος χρυσού και συναλλάγματος που διαθέτει η χώρα. Από το μέγεθος του αποθέματος αυτού εξαρτάται η ομαλή διενέργεια διεθνών πληρωμών, δηλαδή πληρωμών που συνδέονται με τις εισαγωγές και εξαγωγές εμπορευμάτων, υπηρεσιών και κεφαλαίων. Από το μέγεθος του συναλλαγματικού αποθέματος, μεταξύ άλλων, εξαρτάται επίσης ο βαθμός φερεγγυότητας και πιστοληπτικής ικανότητας της χώρας διεθνώς.¹²

Σημασία τη συμβολής των κεντρικών τραπεζών στη σταθερότητα του νομισματικού και χρηματοοικονομικού συστήματος

Η πρόσφατη οικονομική κρίση ανέδειξε το σημαντικό ρόλο των κεντρικών τραπεζών στην πρόληψη, τη διαχείριση και την εξυγίανση του μικροοικονομικού και/ή του μακροοικονομικού περιβάλλοντος. Όσο η κρίση εξελισσόταν μεγάλος αριθμός κεντρικών τραπεζών αντιμετώπισε ασυνήθιστες και απαιτητικές συνθήκες, οι οποίες απαιτούσαν αποτελεσματική χρήση των υπάρχοντων εργαλείων παρέμβασής καθώς και ανάδειξη νέων.

Σύμφωνα με έρευνα ομάδας εργασίας της Τράπεζας Διεθνών Διακανονισμών με τίτλο «Central Bank Governance Stability» του 2011, οι κεντρικές τράπεζες θα πρέπει να αναμειγνύονται άμεσα στη διαμόρφωση και την εκτέλεση την άσκησης της χρηματοοικονομικής πολιτικής για είναι η πολιτική αυτή αποτελεσματική και να διασφαλίζει την χρηματοοικονομική και νομισματική σταθερότητα.

Επίσης, επιφορτίζοντας την κεντρική τράπεζα με την αρμοδιότητα της χρηματοοικονομικής σταθερότητας δεν είναι επαρκής μέθοδος εξασφάλισης της, είναι απαραίτητη η παροχή ανάλογων εργαλείων, αρμοδιοτήτων και δικλείδων ασφαλείας.¹³

Επιπλέον, ex ante ρητός καθορισμός των αρμοδιοτήτων και των καθηκόντων των μερών οι οποίοι εμπλέκονται στη διασφάλιση της χρηματοοικονομική σταθερότητας- κεντρικές τράπεζες, εποπτικές αρχές, συστήματα εγγύησης καταθέσεων, επιτροπές επίβλεψης

¹² Ibid σελ 213

¹³ Bank of International Settlements, ,(2011), Central Bank Governance Stability, σελ 1-2

ανταγωνισμού- είναι αδιαμφισβήτητης σημασίας για την αποτελεσματική και άμεση διαδικασία λήψεων αποφάσεων.

Γενικότερα , είναι γεγονός ότι οι καθοριζόμενοι στόχοι δεν είναι πάντα άμεσα κατανοητοί και εφαρμόσιμοι από όλα τα ενδιαφερόμενα μέρη υπό όλες τις συνθήκες, γεγονός το οποίο απαιτεί τον καθορισμό εξορθολογισμένων αρχών και προσεκτικό σχεδιασμό της χρηματοοικονομικής διακυβέρνησης.

Υπάρχουν τρεις βασικοί λόγοι για τους οποίους οι κεντρικές τράπεζες θα πρέπει να κατέχουν έναν κυρίαρχο ρόλο στη διαμόρφωση και άσκηση της πολιτικής χρηματοοικονομικής σταθερότητας. Η χρηματοοικονομική σταθερότητα μπορεί να επηρεάσει το μακροοικονομικό περιβάλλον με σημαντικές επιπτώσεις για την οικονομική δραστηριότητα, την σταθερότητα των τιμών, και τις νομισματικές συναλλαγές. Οι κεντρικές τράπεζες είναι η βασική πηγή ρευστότητας για την οικονομία, και ο καθορισμός των ανάλογων προβλέψεων ρευστότητας είναι απαραίτητη προϋπόθεση για την διασφάλιση της χρηματοοικονομικής σταθερότητας. Η άσκηση της νομισματικής πολιτικής από τις κεντρικές τράπεζες εξ ορισμού τους δίνει μια προοπτική μακροοικονομική και βαθύτερη κατανόηση της λειτουργίας των διεθνών χρηματαγορών, διεθνών οργανισμών και διεθνών δομών.

Ακόμη, οι κεντρικές τράπεζες θα πρέπει να έχουν πρόσβαση σε ένα μεγάλο εύρος πληροφοριών για να ασκήσουν τα καθήκοντα τους ως προς τη διασφάλιση της νομισματικής σταθερότητας. Χρειάζονται πληροφορίες για την ποιότητα των ομολογιών που τους παραχωρούνται , για την αξιοπιστία των τραπεζικών ιδρυμάτων στα οποία παρέχουν ρευστότητα, την κατάσταση των συστημικά σημαντικών ιδρυμάτων, και τις διασυνδέσεις ανάμεσα στις αγορές και το τραπεζικό σύστημα.

Επιπλέον, αυτονομία στην άσκηση των καθηκόντων των κεντρικών τραπεζών είναι απαραίτητη, όπως και η λογοδοσία για τις αποφάσεις και τις στρατηγικές , καθώς και η διαφάνεια των νομισματικών πολιτικών είναι απαραίτητη προϋπόθεση για την επίτευξη της επιτυχής χρηματοοικονομικής και νομισματικής πολιτικής από τις κεντρικές τράπεζες.¹⁴

Στη συνέχεια της εργασίας θα παρουσιαστούν τα πλαίσια λειτουργίας τριών εκ των σημαντικότερων κεντρικών τραπεζών στο διεθνές χρηματοοικονομικό σκηνικό. Θα αναλυθούν τα βασικά εργαλεία τους, για την διεξαγωγή νομισματικής πολιτικής και οι προσπάθειες τους για της διατήρηση της σταθερότητας του χρηματοοικονομικού και τραπεζικού συστήματος.

Κεφάλαιο Πρώτο

Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών – Ευρωσύστημα

Τον Ιούνιο του 1988 το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο επιβεβαίωσε τον στόχο της σταδιακής

¹⁴ Ibid -εισαγωγή

υλοποίησης της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης (ONE) και ανέθεσε σε μια επιτροπή, υπό την προεδρία του Jacques Delors, τότε Προέδρου της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, να μελετήσει και να προτείνει συγκεκριμένα στάδια που θα οδηγούσαν στην εν λόγω ένωση.¹⁵

Αποτέλεσμα των εργασιών αυτής της επιτροπής ήταν η «Έκθεση Delors», σύμφωνα με την οποία η οικονομική και νομισματική ένωση θα έπρεπε να επιτευχθεί σε τρία ξεχωριστά, αλλά εξελικτικά στάδια.

Το αποκορύφωμα των διεργασιών και μεταρρυθμίσεων για την προετοιμασία των κρατών μελών, το τρίτο στάδιο της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης για την υιοθέτηση του κοινού νομίσματος ήρθε το Φεβρουάριο του 1992 με την υπογραφή της Συνθήκης του Μάαστριχτ. Το νομισματικό σύστημα που έχει καθιερωθεί από τον Ιανουάριο του 1999 στην Ευρωπαϊκή Ένωση έχει διαμορφωθεί με βάση τις επιλογές στις οποίες κατέληξαν τα κράτη μέλη της με την υπογραφή της Συνθήκης του Μάαστριχτ.

Οι επιλογές αυτές επέφεραν μια ουσιαστική τομή στις ενδοκοινοτικές νομισματικές σχέσεις, καθώς αποφασίστηκε η μετάβαση από ένα καθεστώς (στενότερου ή χαλαρότερου, ανάλογα με την ιστορική περίοδο) συντονισμού της νομισματικής πολιτικής, που ασκούσαν αυτόνομα τα κράτη μέλη μέσω των κεντρικών τραπεζών τους, στο καθεστώς μιας ενιαίας νομισματικής πολιτικής, η οποία ασκείται σε υπερεθνικό επίπεδο με τη δημιουργία της ευρωπαϊκής νομισματικής ένωσης. Και ως αποκορύφωμα της διαδικασίας νομισματικής ενοποίησης τα κράτη αποφάσισαν:

- να απεμπολήσουν τη νομισματική τους κυριαρχία, προχωρώντας στην αντικατάσταση των εθνικών τους νομισμάτων από ένα ενιαίο ευρωπαϊκό νόμισμα, το ευρώ.
- να εκχωρήσουν σε ένα νέο ευρωπαϊκό θεσμικό μόρφωμα, την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα το προνόμιο να έχει τον απόλυτο έλεγχο στην έκδοση του νομίσματος.¹⁶

Με τη Συνθήκη του Μάαστριχτ, τα άρθρα της οποίας αναφορικά με την οικονομική και νομισματική ένωση εντάχθηκαν στη Συνθήκη περί Ιδρύσεως της Ευρωπαϊκής Κοινότητας, τα κράτη μέλη αποφάσισαν στη σταδιακή μετάβαση στη νομισματική ένωση. Οι δύο πρώτες θεμελιώδεις επιλογές τη Συνθήκης ήταν η παράλληλη προώθηση των διαδικασιών νομισματικής και οικονομική ενοποίησης και η σταδιακή μετάβαση προς την οικονομική και νομισματική ένωση.¹⁷

Η λειτουργία μιας νομισματικής ένωσης προϋποθέτει τη συνδρομή θεσμικών και λειτουργικών προϋποθέσεων, ώστε να καθίσταται εφικτή η άσκηση ενιαίας νομισματικής πολιτικής. Με τη Συνθήκη του Μάαστριχτ, τα κράτη μέλη έλαβαν την πολιτική απόφαση να προχωρήσουν στην ίδρυση αυτού του φορέα, της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (εφεξής

¹⁵ European Central Bank –Official Portal

www.ecb.europa.eu/ecb/history/emu/html/index.el.html (Πρόσβαση 6.7.2015)

¹⁶ Γκόρτσος ,(2014), σελ 5

¹⁷ Ibid , σελ 9

ΕΚΤ), στην οποία τα κράτη μέλη εκχώρησαν τις αρμοδιότητες των κεντρικών τραπεζών τους αναφορικά με τη χάραξη της νομισματικής και συναλλαγματικής πολιτικής. Τα κράτη μέλη αποφάσισαν, επίσης, τη δημιουργία του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών (εφεξής ΕΣΚΤ), το οποίο συνίσταται από την ΕΚΤ και τις εθνικές κεντρικές τράπεζες όλων των κρατών μελών.¹⁸

Το ευρωπαϊκό σύστημα κεντρικών τραπεζών αποτελείται από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα και τις κεντρικές τράπεζες των κρατών μελών της ΕΕ. Οι δραστηριότητες του ΕΣΚΤ ασκούνται σύμφωνα με τη συνθήκη για τη λειτουργία της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΣΛΕΕ) και το καταστατικό του ευρωπαϊκού συστήματος κεντρικών τραπεζών και το καταστατικό του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών και της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (εφεξής καταστατικό του ΕΣΚΤ).

Το ΕΣΚΤ διοικείται από τα όργανα λήψης αποφάσεων της ΕΚΤ. Εν προκειμένου το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ είναι αρμόδιο για τη χάραξη της νομισματικής πολιτικής, ενώ η εκτελεστική επιτροπή είναι εξουσιοδοτημένη να εφαρμόζει τη νομισματική πολιτική σύμφωνα με τις αποφάσεις και τις κατευθυντήριες γραμμές του διοικητικού συμβουλίου.

Στο βαθμό που κρίνεται εφικτό και σκόπιμο και προκειμένου να διασφαλίζεται η αποτελεσματική λειτουργία, η ΕΚΤ προσφεύγει στις Εθνικές Κεντρικές Τράπεζες (εφεξής ΕθνΚΤ) για την εκτέλεση των πράξεων που εντάσσονται στα καθήκοντα του Ευρωσυστήματος. Εφόσον κρίνεται αναγκαίο για τους σκοπούς της εφαρμογής της νομισματικής πολιτικής, οι ΕθνΚΤ μπορούν να ανταλλάσσουν με τα μέλη του Ευρωσυστήματος, δεδομένα σχετικά με τη διενέργεια των εν λόγω πράξεων. Οι πράξεις νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος εκτελούνται υπό ομοιόμορφους όρους σε όλα τα κράτη μέλη.¹⁹

Η Συνθήκη για τη λειτουργία της Ευρωπαϊκής Ένωσης, αναφέρεται γενικώς στο ΕΣΚΤ και όχι στο Ευρωσύστημα, καθώς το κείμενο αυτό συντάχθηκε βάσει του συλλογισμού ότι όλα τα κράτη μέλη της ΕΕ θα υιοθετήσουν τελικά το ευρώ. Το Ευρωσύστημα αποτελείται από την ΕΚΤ και τις ΕθνΚΤ των κρατών μελών της ΕΕ που έχουν ως νόμισμα το ευρώ, ενώ το ΕΣΚΤ αποτελείται από την ΕΚΤ και τις ΕθνΚΤ όλων των κρατών μελών²⁰. Όσο υπάρχουν κράτη μέλη της ΕΕ τα οποία δεν έχουν ως νόμισμα το ευρώ, κράτη με παρέκκλιση, θα πρέπει να γίνεται διάκριση μεταξύ του Ευρωσυστήματος και του ΕΣΚΤ.²¹

Η νομική φύση του ΕΣΚΤ

Το ΕΣΚΤ είναι ένα μόρφωμα του ευρωπαϊκού δικαίου που οικοδομήθηκε κυρίως κατά το

¹⁸ Ibid, σελ 12

¹⁹ European Central Bank (2011)- The Monetary Policy of ECB
Διαθέσιμο: www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/gendoc201109el.pdf (Πρόσβαση 11.7.2015)

²⁰ άρθρο 282 παράγραφος 1 της Συνθήκης

²¹ European Central Bank – Official Portal
Διαθέσιμο: www.ecb.europa.eu/ecb/tasks/html/index.el.html (Πρόσβαση 12.7.2015)

πρότυπο της κεντρικής τράπεζας της Γερμανίας (Deutsche Bundesbank) και του ομοσπονδιακού συστήματος κεντρικών τραπεζών των ΗΠΑ. Το ΕΣΚΤ δεν έχει όπως η ΕΚΤ νομική προσωπικότητα, και όπως έχει υποστηριχθεί σχεδόν ομόφωνα στη θεωρία είναι μια έννοια που χρησιμοποιείται στο ευρωπαϊκό νομισματικό δίκαιο ως «συνολική περιγραφή» ή «κοινή ονομασία» των συστατικών του στοιχείων, δηλαδή της ΕΚΤ και των κεντρικών τραπεζών κρατών μελών της Ένωσης.²²

Στόχοι

Το άρθρο 127 παράγραφος 1 της Συνθήκης ορίζει τον πρωταρχικό στόχο του Ευρωσυστήματος ως εξής:

"Πρωταρχικός στόχος του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών [...] είναι η διατήρηση της σταθερότητας των τιμών". Και συνεχίζει ως εξής: "Με την επιφύλαξη του στόχου της σταθερότητας των τιμών, το ΕΣΚΤ στηρίζει τις γενικές οικονομικές πολιτικές στην Ένωση, προκειμένου να συμβάλει στην υλοποίηση των στόχων της Ένωσης, που ορίζονται στο άρθρο 3 της Συνθήκης για την Ευρωπαϊκή Ένωση."²³

Με την επιφύλαξη αυτού του πρωταρχικού σκοπού, το Ευρωσύστημα οφείλει να στηρίζει τις γενικές οικονομικές πολιτικές της ένωσης. Κατά την επιδίωξη των σκοπών του, το Ευρωσύστημα οφείλει να ενεργεί σύμφωνα με την αρχή της ανοικτής αγοράς με ελεύθερο ανταγωνισμό, που ευνοεί την αποτελεσματική κατανομή των πόρων.²⁴

Βασικά καθήκοντα

Σύμφωνα με το άρθρο 127 παράγραφος 2 της Συνθήκης για τη λειτουργία της Ευρωπαϊκής Ένωσης, τα βασικά καθήκοντα του Ευρωσυστήματος είναι:

- η χάραξη και η εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής για τη ζώνη του ευρώ,
- η διενέργεια πράξεων συναλλάγματος,
- η κατοχή και η διαχείριση των επίσημων συναλλαγματικών διαθεσίμων των χωρών της ζώνης του ευρώ (διαχείριση χαρτοφυλακίων),
- η προώθηση της ομαλής λειτουργίας των συστημάτων πληρωμών.²⁵

Περαιτέρω καθήκοντα του ΕΣΚΤ

Έκδοση τραπεζογραμματίων: η ΕΚΤ έχει το αποκλειστικό δικαίωμα να επιτρέπει την έκδοση τραπεζογραμματίων σε ευρώ μέσα στην Ένωση. Η ΕΚΤ και οι εθνικές τράπεζες μπορούν να

²² Γκόρτσος,(2014), σελ 128

²³ 127 παράγραφος 1 ΣΛΕΕ

²⁴ European Central Bank (2011)- The Monetary Policy of ECB

Διαθέσιμο:www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/gendoc201109el.pdf (Πρόσβαση 11.7.2015)

²⁵ 127 παράγραφος 2 ΣΛΕΕ

εκδίδουν τέτοια τραπεζογραμμάτια.²⁶

Συλλογή στατιστικών στοιχείων: σε συνεργασία με τις ΕθνΚΤ, η ΕΚΤ συλλέγει τις στατιστικές πληροφορίες που είναι αναγκαίες για την εκπλήρωση των καθηκόντων του ΕΣΚΤ, είτε από τις εθνικές αρχές είτε απευθείας από οικονομικούς φορείς.²⁷

Χρηματοπιστωτική σταθερότητα και εποπτεία: το Ευρωσύστημα συμβάλλει στην ομαλή άσκηση πολιτικών που προωθούν οι αρμόδιες αρχές αναφορικά με την προληπτική εποπτεία των πιστωτικών ιδρυμάτων και τη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Συνεργασία σε διεθνές και ευρωπαϊκό επίπεδο: η ΕΚΤ διατηρεί σχέσεις συνεργασίας με αντίστοιχα όργανα, οργανισμούς και φορείς εντός της ΕΕ, αλλά και διεθνώς, σχετικά με τα καθήκοντα που έχουν ανατεθεί στο Ευρωσύστημα.²⁸

Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα

Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα αποτελεί μετά και την υπογραφή της Συνθήκης της Λισαβόνας θεσμικό όργανο της ένωσης.²⁹ Η ΕΚΤ είναι ένα όργανο με νομική προσωπικότητα.³⁰ Γεγονός που συνεπάγεται την ικανότητά της να αναγνωρίζεται ως νομικό πρόσωπο, να διαθέτει περιουσία και να είναι διάδικος.³¹ Ακόμα έχει την έδρα της στη πόλη της Φρανκφούρτης. Η ΕΚΤ απολαμβάνει στην επικράτεια των κρατών μελών όλων των αναγκαίων προνομίων και ασυλιών για την εκπλήρωση της αποστολής της.³² Οι όροι οι οποίοι καθορίζονται στο Πρωτόκολλο (αριθ. 7) «περί προνομίων και ασυλιών της Ευρωπαϊκής Ένωσης» που είναι προσαρτημένος στις συνθήκες.

Όργανα λήψεως αποφάσεων

Σύμφωνα με το άρθρο 8 του καταστατικού του, το ΕΣΚΤ διοικείται από τα όργανα λήψεως αποφάσεων της ΕΚΤ.

Το Διοικητικό Συμβούλιο είναι το βασικό όργανο λήψης αποφάσεων της ΕΚΤ. Σύμφωνα με το άρθρο 283, παράγραφος 1 της ΣΛΕΕ, το διοικητικό Συμβούλιο απαρτίζεται από τα μέλη της Εκτελεστικής Επιτροπής και τους διοικητές των εθνικών κεντρικών τραπεζών των κρατών μελών με νόμισμα το ευρώ.

²⁶ άρθρο 128 παρ 1 ΣΛΕΕ

²⁷ άρθρο 5 καταστατικού ΕΣΚΤ και ΕΚΤ

²⁸ European Central Bank – Official Portal

Διαθέσιμο: www.ecb.europa.eu/ecb/tasks/html/index.el.html (Πρόσβαση 12.7.2015)

²⁹ ΣΕΕ, άρθρο 13, παρ1, β' εδάφιο, έκτο στοιχείο

³⁰ ΣΛΕΕ, άρθρο 282, παρ.3, α' εδάφιο

³¹ Καταστατικό άρθρο 9.1, α' και β' εδάφιο

³² ΣΛΕΕ, άρθρο 343, β' εδάφιο και Καταστατικό του ΕΣΚΤ, άρθρο 39

Το Διοικητικό Συμβούλιο καθορίζει τις κατευθυντήριες γραμμές και λαμβάνει τις αναγκαίες αποφάσεις για την εκπλήρωση των καθηκόντων που έχουν ανατεθεί στην ΕΚΤ και στο Ευρωσύστημα. Το Διοικητικό Συμβούλιο διαμορφώνει τη νομισματική πολιτική της Ένωσης. Το καθήκον αυτό περιλαμβάνει τη λήψη αποφάσεων σχετικά με τους στόχους της νομισματικής πολιτικής, τα βασικά επιτόκια, την προσφορά διαθεσίμων στο Ευρωσύστημα, καθώς και τη θέσπιση κατευθυντήριων γραμμών για την εφαρμογή των εν λόγω αποφάσεων.³³ Σε σχέση με τις νέες αρμοδιότητες της ΕΚΤ στον τομέα της τραπεζικής εποπτείας, εκδίδει αποφάσεις όσον αφορά το γενικό πλαίσιο εντός του οποίου λαμβάνονται οι εποπτικές αποφάσεις και εγκρίνει πλήρη σχέδια αποφάσεων που προτείνει το Εποπτικό Συμβούλιο βάσει της διαδικασίας μη διατύπωσης αντίρρησης.³⁴

Συνεδριάσεις και ψηφοφορία

Το Διοικητικό Συμβούλιο συνεδριάζει συνήθως δύο φορές τον μήνα στην έδρα της ΕΚΤ στη Φρανκφούρτη της Γερμανίας.

Το Διοικητικό Συμβούλιο αξιολογεί τις οικονομικές και νομισματικές εξελίξεις και λαμβάνει τις αποφάσεις του για τη νομισματική πολιτική κάθε έξι εβδομάδες. Στις υπόλοιπες συνεδριάσεις του συζητά κυρίως θέματα που αφορούν άλλα καθήκοντα και αρμοδιότητες της ΕΚΤ και του Ευρωσυστήματος. Προκειμένου να διασφαλιστεί ότι τα καθήκοντα νομισματικής πολιτικής και τα άλλα καθήκοντα της ΕΚΤ διαχωρίζονται από τα καθήκοντα εποπτείας, το Διοικητικό Συμβούλιο πραγματοποιεί ξεχωριστές συνεδριάσεις.

Η απόφαση για τη νομισματική πολιτική εξηγείται διεξοδικά στη διάρκεια συνέντευξης Τύπου η οποία πραγματοποιείται κάθε έξι εβδομάδες. Ο Πρόεδρος, επικουρούμενος από τον Αντιπρόεδρο, διευθύνει τη συνέντευξη Τύπου. Επιπλέον, η ΕΚΤ δημοσιεύει τακτικές αναφορές σχετικά με τις συνεδριάσεις του Διοικητικού Συμβουλίου για τη νομισματική πολιτική, οι οποίες είναι διαθέσιμες πριν από την ημερομηνία διεξαγωγής της επόμενης συνεδρίασης.³⁵

Δικαίωμα παράστασης στις συνεδριάσεις του Δ.Σ. και συμμετοχής στις συζητήσεις έχουν κατ'αρχην μόνο τα μέλη του. Ο πρόεδρος του Συμβουλίου και ένα μέλος της Επιτροπής έχουν δικαίωμα να παρίσταται, χωρίς δικαίωμα ψήφου.³⁶

Με την επιφύλαξη των περιπτώσεων για τις οποίες προβλέπεται σταθμισμένη ψηφοφορία και των αποφάσεων του ΔΣ που προβλέπονται στα άρθρα 11., 11.3 και 11.4 του Καταστατικού (στις οποίες δεν έχουν δικαίωμα να ψηφίζουν ορισμένα ή όλα τα μέλη της Εκτελεστικής Επιτροπής) δικαίωμα ψήφου στο ΔΣ έχουν όλα τα μέλη του.

Στη λήψη αποφάσεων του ΔΣ καθιερώθηκε, αρχικά, ως κανόνας η αρχή της ισοτιμίας της

³³ βλ άρθρο 12 του καταστατικού του ΕΣΚΤ και της ΕΚΤ

³⁴ European Central Bank – Official Portal Διαθέσιμο : www.ecb.europa.eu/ecb/tasks/html/index.el.html (Πρόσβαση 12.7.2015)

³⁵ European Central Bank – Official Portal Διαθέσιμο: www.ecb.europa.eu/ecb/orga/decisions/govc/html/index.el.html (Πρόσβαση 12.7.2015)

³⁶ ΣΛΕΕ άρθρο 284

ψήφου των μελών. Κατ'εξαιρέση στις περιοριστικά στο Καταστατικό περιπτώσεις³⁷, οι οποίες σχετίζονται με το καθεστώς των εθνικών κεντρικών τραπεζών ως μεριδιούχων του κεφαλαίου της ΕΚΤ, οι αποφάσεις λαμβάνονται με σταθμισμένη ψηφοφορία.³⁸

Υπό τα άρθρα 10.2 και 10.6 του Καταστατικού και της Απόφασης του Συμβουλίου 2003/223/ΕΚ, λόγω της ένταξης της Λιθουανίας στη ζώνη του ευρώ την 1η Ιανουαρίου 2015 τέθηκε σε εφαρμογή ένα σύστημα βάσει του οποίου οι διοικητές των εθνικών κεντρικών τραπεζών ασκούν εκ περιτροπής τα δικαιώματα ψήφου εντός του Διοικητικού Συμβουλίου.³⁹ Σύμφωνα με τις διατάξεις της Απόφασης του Συμβουλίου σε Επίπεδο Κρατών και Κυβερνήσεων 2003/223/ΕΚ, από την ημερομηνία την οποία ο αριθμός των διοικητών – μελών υπερβαίνει τους είκοσι ένα, παύει να ισχύει η αρχή της ισοτιμίας ψήφου. Τα μέλη της Εκτελεστικής Επιτροπής συνεχίζουν να έχουν από μια ψήφο αλλά ο αριθμός των διοικητών με δικαίωμα ψήφου περιορίζεται σε 15, βάσει ενός συστήματος εκ περιτροπής άσκησης του δικαιώματος ψήφου⁴⁰

Εκτελεστική Επιτροπή :

Σύμφωνα με το άρθρο 283, παράγραφος 2, πρώτο εδάφιο της ΣΛΕΕ η Εκτελεστική Επιτροπή απαρτίζεται από τον Πρόεδρο, τον Αντιπρόεδρο και τέσσερα άλλα μέλη. Τα μέλη ασκούν τα καθήκοντα τους σε βάση πλήρους απασχόλησης. Κανένα μέλος δεν αναλαμβάνει οποιαδήποτε άλλη απασχόληση, επικερδή ή μη, εκτός εάν κατ'εξαιρέση του δοθεί η άδεια από το Διοικητικό Συμβούλιο.

Σύμφωνα με το άρθρο 283, παράγραφος 2, δεύτερο εδάφιο της ΣΛΕΕ όλα τα μέλη διορίζονται από το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο, το οποίο αποφασίζει με ειδική πλειοψηφία, κατά σύσταση του Συμβουλίου το οποίο προηγουμένως διαβουλεύεται με το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο και το Διοικητικό Συμβούλιο, μεταξύ προσώπων αναγνωρισμένου κύρους και επαγγελματικής εμπειρίας σε νομισματικά ή τραπεζικά θέματα. Η θητεία τους είναι οκταετής και μη ανανεώσιμη.⁴¹

Αρμοδιότητες :

Η Εκτελεστική Επιτροπή θέτει σε εφαρμογή τη νομισματική πολιτική της ζώνης του ευρώ σύμφωνα με τις κατευθυντήριες γραμμές και τις αποφάσεις του Διοικητικού Συμβουλίου και προς τούτο παρέχει τις απαραίτητες οδηγίες προς τις ΕθνΚΤ της ζώνης του ευρώ. Διαχειρίζεται τις καθημερινές εργασίες της ΕΚΤ. Ασκεί ορισμένες αρμοδιότητες που της

³⁷ βλ. Καταστατικό άρθρο 10.3

³⁸ Γκόρτσος, 2014, σελ 174-175

³⁹ _European Central Bank – Official Portal Διαθέσιμο: www.ecb.europa.eu/ecb/orga/decisions/govc/html/index.el.html (Πρόσβαση 12.7.2015)

⁴⁰ Γκόρτσος, (2014), σελ 175

⁴¹ βλ. άρθρο 11 καταστατικού ΕΣΚΤ και ΕΚΤ

εκχωρούνται από το Διοικητικό Συμβούλιο, συμπεριλαμβανομένων και αρμοδιοτήτων κανονιστικής φύσεως. Ακόμη, η εκτελεστική επιτροπή προετοιμάζει τις συνεδριάσεις του Διοικητικού Συμβουλίου.⁴²

Γενικό Συμβούλιο

Η ΕΚΤ αναλαμβάνει τα παλαιά καθήκοντα του ΕΝΙ του άρθρου 141, παράγραφος 2 της ΣΛΕΕ, που πρέπει να συνεχίσουν να ασκούνται μετά την εισαγωγή του ευρώ λόγω των παρεκκλίσεων που θα ισχύουν για ένα ή περισσότερα κράτη μέλη. Η ΕΚΤ παρέχει συμβουλές κατά την προετοιμασία της κατάργησης των παρεκκλίσεων που προβλέπονται στο άρθρο 140 της ΣΛΕΕ.⁴³

Με την επιφύλαξη του άρθρου 129, παράγραφο 3 της ΣΛΕΕ, το γενικό συμβούλιο συγκροτείται ως τρίτο όργανο λήψης αποφάσεων της ΕΚΤ.

Το γενικό συμβούλιο απαρτίζεται από τον πρόεδρο και τον αντιπρόεδρο της ΕΚΤ και τους διοικητές των εθνικών κεντρικών τραπεζών των 28 κρατών μελών της ΕΕ, Τα υπόλοιπα μέλη της Εκτελεστικής Επιτροπής της ΕΚΤ, ο Πρόεδρος του Συμβουλίου της ΕΕ και ένα μέλος της Ευρωπαϊκής Επιτροπής μπορούν να συμμετέχουν στις συνεδριάσεις του Γενικού Συμβουλίου, αλλά χωρίς δικαίωμα ψήφου.⁴⁴

Αρμοδιότητες

Το Γενικό Συμβούλιο μπορεί να χαρακτηριστεί ως "μεταβατικό" όργανο. Έχει αναλάβει την εκτέλεση των καθηκόντων που ασκούσε πρωτίτερα το Ευρωπαϊκό Νομισματικό Ίδρυμα και τα οποία οφείλει να ασκεί η ΕΚΤ κατά το Τρίτο Στάδιο της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης, εφόσον υπάρχουν κράτη μέλη της ΕΕ που δεν έχουν ακόμη υιοθετήσει το ευρώ.

Το Γενικό Συμβούλιο συμβάλλει επίσης:

στις συμβουλευτικές λειτουργίες της ΕΚΤ,

- στη συλλογή στατιστικών πληροφοριών,
- στην προετοιμασία των ετήσιων εκθέσεων της ΕΚΤ,
- στη θέσπιση των κανόνων που είναι αναγκαίοι για την τυποποίηση της λογιστικής παρακολούθησης και της υποβολής εκθέσεων σχετικά με τις πράξεις των ΕθνΚΤ,
- στη λήψη μέτρων που αφορούν τον καθορισμό της κλείδας κατανομής για την εγγραφή στο κεφάλαιο της ΕΚΤ, εκτός εκείνων που έχουν καθοριστεί στη Συνθήκη,
- στη θέσπιση των όρων απασχόλησης του προσωπικού της ΕΚΤ και
- στις απαραίτητες προετοιμασίες για τον αμετάκλητο καθορισμό των συναλλαγματικών ισοτιμιών των νομισμάτων των "κρατών μελών με παρέκκλιση" έναντι του ευρώ⁴⁵

Εποπτικό Συμβούλιο

⁴² Βλ. άρθρο 12 καταστατικού ΕΣΚΤ και ΕΚΤ

⁴³ βλ. άρθρο 43 του καταστατικού του ΕΣΚΤ

⁴⁴ βλ. άρθρο 44 του καταστατικού του ΕΣΚΤ

⁴⁵ βλ. άρθρο 46 του καταστατικού

Το Εποπτικό Συμβούλιο απαρτίζεται από τον Πρόεδρο (πενταετής θητεία, μη ανανεώσιμη), τον Αντιπρόεδρο (επιλέγεται μεταξύ των μελών της Εκτελεστικής Επιτροπής της ΕΚΤ), τέσσερις εκπροσώπους της ΕΚΤ, εκπροσώπους των εθνικών εποπτικών αρχών. Σε περίπτωση που η εθνική εποπτική αρχή που έχει οριστεί από κράτος μέλος δεν είναι εθνική κεντρική τράπεζα (ΕθνΚΤ), ο εκπρόσωπος της αρμόδιας αρχής μπορεί να συνοδεύεται από εκπρόσωπο της αντίστοιχης ΕθνΚΤ.⁴⁶

Εθνικές Κεντρικές Τράπεζες :

Σύμφωνα με το άρθρο 131 της ΣΛΕΕ, κάθε κράτος διασφαλίζει ότι η εθνική του νομοθεσία συμπεριλαμβανομένου και του καταστατικού της εθνικής κεντρικής τράπεζας, συμβιβάζεται με τις Συνθήκες της Ένωσης και το καταστατικό του ΕΣΚΤ και της ΕΚΤ.

Οι εθνικές κεντρικές τράπεζες αποτελούν αναπόσπαστο μέρος του ΕΣΚΤ και ενεργούν σύμφωνα με τις κατευθυντήριες γραμμές και οδηγίες της ΕΚΤ. Το Διοικητικό Συμβούλιο λαμβάνει τα αναγκαία μέτρα για να διασφαλίζει τη συμμόρφωση προς τις κατευθυντήριες γραμμές και οδηγίες της ΕΚΤ και απαιτεί να παρέχεται κάθε αναγκαία πληροφορία.⁴⁷

Σχέση ΕΚΤ και Εθνικών Κεντρικών τραπεζών

Το Καταστατικό του ΕΣΚΤ ορίζει ρητά ότι η ΕΚΤ είναι υποχρεωμένη να διασφαλίζει ότι η αποστολή που της έχει ανατεθεί εκτελείται είτε με τις δικές της ενέργειες είτε μέσω των κεντρικών τραπεζών των κρατών μελών με νόμισμα το ευρώ.⁴⁸ Οι σχέσεις, λοιπόν, ανάμεσα στην ΕΚΤ και τις κεντρικές τράπεζες διέπονται από την αρχή της αποκέντρωσης.⁴⁹ Σύμφωνα με αυτήν, η ΕΚΤ, εφόσον αυτό κρίνεται δυνατό και εύλογο προσφεύγει στις εθνικές κεντρικές τράπεζες για την εκτέλεση των πράξεων που υπάγονται στα καθήκοντα του ΕΣΚΤ.⁵⁰

Ανεξαρτησία και Λογοδοσία της ΕΚΤ

Η λειτουργική ανεξαρτησία της ΕΚΤ και των εθνικών κεντρικών τραπεζών έχει κατοχυρωθεί ρητά, ειδικά ως προς το σκέλος της άσκησης της νομισματικής πολιτικής στα άρθρα 17-20 του καταστατικού του ΕΣΚΤ. Επίσης, ανάλογη είναι και η προσωπική ανεξαρτησία των μελών

⁴⁶ European Central Bank – Official Portal

Διαθέσιμο: www.ecb.europa.eu/ecb/orga/decisions/ssm/html/index.el.html (Πρόσβαση 12.7.2015)

⁴⁷ βλ. άρθρο 14.3 του Καταστατικού του ΕΣΚΤ

⁴⁸ Καταστατικό ΕΣΚΤ, άρθρο 9.2

⁴⁹ Καταστατικό ΕΣΚΤ, άρθρο 12.1

⁵⁰ Γκόρτσος, (2014), σελ 145

της Εκτελεστικής Επιτροπής⁵¹ και των Διοικητών των εθνικών κεντρικών τραπεζών, καθώς και οι οικονομική ανεξαρτησία της ΕΚΤ ως οντότητας.⁵²

Προκειμένου να διασφαλιστεί, επίσης, και η αξιοπιστία της ΕΚΤ, η Συνθήκη άρθρο 284 ΣΛΕΕ και το καταστατικό άρθρο 15 προβλέπουν υποχρέωση υποβολής εκθέσεων. Η ΕΚΤ συντάσσει και δημοσιεύει εκθέσεις σχετικά με τις δραστηριότητες του ΕΣΚΤ τουλάχιστον κάθε τρίμηνο.⁵³ Κάθε εβδομάδα δημοσιεύεται ενοποιημένη λογιστική κατάσταση του ΕΣΚΤ.⁵⁴

Από την αρχή, το μηνιαίο δελτίο της ΕΚΤ παρέχει διεξοδική ανάλυση της οικονομικής κατάστασης και των προοπτικών για την εξέλιξη των τιμών. Το μηνιαίο δελτίο αντικαταστάθηκε τον Ιανουάριο του 2015 από ένα νέο οικονομικό δελτίο, το οποίο θα δημοσιεύεται δύο εβδομάδες μετά από κάθε συνεδρίαση νομισματικής πολιτικής, δεδομένου ότι, από τον Ιανουάριο του 2015, οι συνεδριάσεις του διοικητικού συμβουλίου για θέματα νομισματικής πολιτικής πραγματοποιούνται πλέον κάθε έξι εβδομάδες.

Στις 19 Φεβρουαρίου 2015, η ΕΚΤ δημοσίευσε για πρώτη φορά απολογισμό συνεδρίασης νομισματικής πολιτικής του διοικητικού συμβουλίου και, με τον τρόπο αυτό, ευθυγραμμίστηκε με την επικοινωνιακή πολιτική άλλων κορυφαίων κεντρικών τραπεζών.

Η ΕΚΤ υποβάλλει στο Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο (ΕΚ) ετήσια έκθεση σχετικά με τις δραστηριότητες του ΕΣΚΤ και τη νομισματική πολιτική του προηγούμενου και του τρέχοντος έτους.⁵⁵ Η ΕΚΤ λογοδοτεί στο Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο, και τα μέλη της εκτελεστικής επιτροπής της ΕΚΤ παρουσιάζονται ανά τακτά διαστήματα ενώπιον του ΕΚ.⁵⁶

Η νομισματική στρατηγική της ΕΚΤ

Στις 13 Οκτωβρίου 1998, το διοικητικό συμβούλιο της ΕΚΤ ανακοίνωσε τη στρατηγική βάσει της οποίας θα λαμβάνονται οι αποφάσεις νομισματικής πολιτικής στο τρίτο στάδιο της ONE, η στρατηγική αυτή αποτελείται από τρία στοιχεία.

⁵¹ Βλ. ΣΛΕΕ 283 και Καταστατικό 11.4

⁵² Βλ. Καταστατικό 28.1 α' και β' εδάφιο

⁵³ άρθρο 15 παρ. 1 του καταστατικού

⁵⁴ άρθρο 15 παράγραφος 2 του καταστατικού

⁵⁵ άρθρο 284 παράγραφος 3 ΣΛΕΕ και άρθρο 15 παράγραφος 3 του Καταστατικού του ΕΣΚΤ

⁵⁶ European Central Bank- Official Portal –

Διαθέσιμο: www.europarl.europa.eu/atyourservice/el/displayFtu.html?ftuId=FTU_4.1.3.html

(Πρόσβαση 12.7.215)

- 1) ποσοτικός ορισμός του στόχου σταθερότητας των τιμών και του δυο πυλώνες για την επίτευξη του
- 2) σημαντικός ρόλος της παρακολούθησης της αύξησης της ποσότητας χρήματος με την ανακοίνωση της τιμής αναφοράς για την αύξηση ενός ευρύτερου νομισματικού μεγέθους
- 3) αξιολόγηση, σε ευρεία βάση, των προοπτικών για την εξέλιξη των τιμών και των κινδύνων που ενδέχεται να απειλήσουν τη σταθερότητα τους σε ολόκληρη τη ζώνη του ευρώ.⁵⁷

Η σταθερότητα των τιμών ορίζεται ως ποσοστό πληθωρισμού ,(ετήσια αύξηση του Εναρμονισμένου Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΕνΔΤΚ) για τη ζώνη του ευρώ), μικρότερο αλλά πλησίον του 2% μεσοπρόθεσμα.

Η ΕΚΤ έχει επιλέξει νομισματική στρατηγική βασισμένη σε δύο πυλώνες την οικονομική ανάλυση και τη νομισματική ανάλυση. Ο πρώτος πυλώνας της νομισματικής στρατηγικής της ΕΚΤ είναι η οικονομική ανάλυση. Στο επίκεντρό της βρίσκεται κυρίως η αξιολόγηση των τρεχουσών οικονομικών και χρηματοοικονομικών εξελίξεων, καθώς και των συνακόλουθων βραχυπρόθεσμων έως μεσοπρόθεσμων κινδύνων για τη σταθερότητα των τιμών. Οι οικονομικές και χρηματοοικονομικές μεταβλητές που αποτελούν αντικείμενο αυτής της ανάλυσης περιλαμβάνουν μεταξύ άλλων: την εξέλιξη της συνολικής παραγωγής· τη συνολική ζήτηση και τις συνιστώσες της, τη δημοσιονομική πολιτική, τις συνθήκες στις αγορές κεφαλαίων και εργασίας, ένα ευρύ φάσμα δεικτών τιμών και κόστους, την εξέλιξη της συναλλαγματικής ισοτιμίας, της παγκόσμιας οικονομίας και του ισοζυγίου πληρωμών, τις χρηματοπιστωτικές αγορές και την καθαρή θέση τομέων της ζώνης του ευρώ.

Ο δεύτερος πυλώνας της νομισματικής στρατηγικής της ΕΚΤ , η νομισματική ανάλυση. Βασίζεται στη σχέση ανάμεσα στην αύξηση της ποσότητας χρήματος και τον πληθωρισμό σε μεσοπρόθεσμο έως μακροπρόθεσμο ορίζοντα, και αξιοποιεί το γεγονός ότι οι νομισματικές τάσεις προηγούνται των πληθωριστικών.⁵⁸

Τα μέσα άσκησης νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος

Το καταστατικό του ΕΣΚΤ προσδιορίζει τις νομισματικές λειτουργίες και πράξεις του Ευρωσυστήματος. Βάσει αυτών των διατάξεων, το ΔΣ της ΕΚΤ διαμόρφωσε το λειτουργικό πλαίσιο της ενιαίας νομισματικής πολιτικής της ευρωζώνης.⁵⁹ Για να πετύχει λοιπόν τους στόχους του, το ΕΣΚΤ διαθέτει μια σειρά από μέσα νομισματικής πολιτικής, διενεργεί πράξεις ανοικτής αγοράς, παρέχει πάγιες διευκολύνσεις και απαιτεί από τα πιστωτικά ιδρύματα να

⁵⁷ Γκόρτσος, 2014, σελ 129

⁵⁸ Βλέπε αναλυτικά European Central Bank (2001), σελ 55-58
Διαθέσιμο : www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/monetarypolicy2011en.pdf

⁵⁹ βλ. άρθρα 17- 24 του καταστατικού του ΕΣΚΤ

τηρούν υποχρεωτικά ελάχιστα αποθεματικά σε λογαριασμούς στο Ευρωσύστημα.⁶⁰

Πράξεις ανοικτής αγοράς

Για την επίτευξη των στόχων του ΕΣΚΤ και την εκτέλεση των καθηκόντων του, η ΕΚΤ και οι εθνικές κεντρικές τράπεζες μπορούν να συναλλάσσονται στις χρηματαγορές, αγοράζοντας και πωλώντας είτε με οριστικές πράξεις (άμεσης και προθεσμιακής εκτελέσεως), είτε με σύμφωνο επαναγοράς, είτε δανειζοντας και δανειζόμενες απαιτήσεις και διαπραγματεύσιμους τίτλους, εκφρασμένους σε ευρώ ή άλλα νομίσματα, καθώς και πολύτιμα μέταλλα. Επίσης, μπορούν να διενεργούν πιστοδοτικές και πιστοληπτικές πράξεις με πιστωτικά ιδρύματα και άλλους φορείς της αγοράς, με επαρκή ασφάλεια προκειμένου για δάνεια.

Η ΕΚΤ καθορίζει τις γενικές αρχές για πράξεις ανοικτής αγοράς και πιστωτικές εργασίες που διενεργούνται από την ίδια ή τις εθνικές κεντρικές τράπεζες, περιλαμβανόμενης της ανακοινώσεως των όρων υπό τους οποίους δέχονται να μετάσχουν σε συναλλαγές αυτού του είδους.⁶¹

Οι πράξεις ανοικτής αγοράς παίζουν σημαντικό ρόλο στη νομισματική πολιτική του Ευρωσυστήματος και αποσκοπούν στον επηρεασμό των επιτοκίων τη διαχείριση της ρευστότητας στην αγορά και τη σηματοδότηση της νομισματικής της νομισματικής πολιτικής. Το Ευρωσύστημα διαθέτει πέντε είδη μέσων για τη διενέργεια πράξεων ανοικτής αγοράς. Το σπουδαιότερο μέσο είναι οι αντιστρεπτές συναλλαγές (πράξεις βάσει συμφωνιών επαναγοράς ή δάνεια έναντι ενέχυρου). Ακόμη, το Ευρωσύστημα δύναται να χρησιμοποιεί οριστικές συναλλαγές, την έκδοση πιστοποιητικών χρέους της ΕΚΤ, πράξεις ανταλλαγής νομισμάτων και την αποδοχή καταθέσεων καθορισμένης διάρκειας.

Οι αντιστρεπτές συναλλαγές (reserve transactions) είναι πράξεις παροχής ή απορρόφησης ρευστότητας. Συγκεκριμένα, είναι πράξεις μέσω των οποίων το Ευρωσύστημα αγοράζει ή πωλεί αποδεκτά περιουσιακά στοιχεία (πιστοποιητικά χρέους της ΕΚΤ, λοιπά χρεόγραφα, μετοχές, που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε οργανωμένη αγορά) είτε με τη μορφή συμφωνιών επαναγοράς, είτε με τη μορφή πιστώσεων με τη μορφή δανείων έναντι ενέχυρου. Σημειώνεται ότι όλες οι πράξεις παροχής ρευστότητας, πρέπει να καλύπτονται από επαρκή ασφάλεια, ώστε να προστατεύεται από το ενδεχόμενες ζημίες, κατά τη διάρκεια των πράξεων νομισματικής πολιτικής. Ως εκ τούτου, οι πιστοληπτικές πράξεις βασίζονται σε περιουσιακά στοιχεία που οι αντισυμβαλλόμενοι (οι άλλοι συμβαλλόμενοι στις χρηματοοικονομικές συναλλαγές) παρέχουν ως ασφάλεια είτε με τη μορφή της μεταβίβασης της κυριότητας των στοιχείων, είτε με τη μορφή του ενέχυρου επ' αυτών.

Οι οριστικές συναλλαγές (outright transactions) είναι οι πράξεις παροχής ρευστότητας (οριστική αγορά) ή απορρόφηση ρευστότητας (οριστική πώληση) Συγκεκριμένα είναι οι πράξεις μέσω των οποίων το Ευρωσύστημα αγοράζει ή πωλεί στην αγορά αποδεκτά περιουσιακά στοιχεία (τίτλους) μέχρι τη λήξη τους (με άμεση προθεσμιακή παράδοση). Συνεπάγονται την πλήρη μεταβίβαση της κυριότητας από τον πωλητή προς τον αγοραστή,

⁶⁰ Βλ. Βλέπε αναλυτικά European Central Bank (2001), σελ 55-58

Διαθέσιμο : www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/monetarypolicy2011en.pdf

⁶¹ βλ. άρθρο 18 του καταστατικού του ΕΣΚΤ

χωρίς να επακολουθεί αναμεταβίβαση. Δηλαδή, ο πωλητής δεν αποκτά το δικαίωμα και δεν αναλαμβάνει την υποχρέωση να επαναγοράσει τα περιουσιακά στοιχεία.

Η έκδοση πιστοποιητικών χρέους (issuance of debt certificates), η ΕΚΤ έχει τη δυνατότητα να εκδίδει πιστοποιητικά χρέους, τα οποία συνιστούν ενοχική υποχρέωσή της έναντι του κομιστή τους, με σκοπό την απορρόφηση ρευστότητας. Συγκεκριμένα, τα πιστοποιητικά χρέους εκδίδονται με σκοπό την προσαρμογή της διαρθρωτικής θέσης του Ευρωσυστήματος έναντι του χρηματοπιστωτικού τομέα, ώστε να δημιουργείται ή να διευρύνεται έλλειμμα ρευστότητας στην αγορά. Τα πιστοποιητικά χρέους εκδίδονται και τηρούνται σε άυλη μορφή σε αποθετήρια τίτλων στη ζώνη του ευρώ.

Οι πράξεις ανταλλαγής νομισμάτων (foreign exchange swaps) είναι πράξεις παροχής ρευστότητας ή απορρόφησης ρευστότητας. Αποτελούνται από δύο ταυτόχρονες συναλλαγές, μία άμεση (spot) και μία προθεσμιακή (forward), κατά τις οποίες ανταλλάσσονται ευρώ με ξένα νομίσματα. Είναι πράξεις σύνθετης ανταλλαγής νομισμάτων, που διενεργούνται για τους σκοπούς της νομισματικής πολιτικής, μέσω των οποίων το Ευρωσύστημα αγοράζει ή πωλεί ευρώ έναντι ξένων νομισμάτων, τα οποία είναι αντικείμενα διαπραγμάτευσης σε ευρεία κλίμακα, με άμεση συναλλαγή και ταυτόχρονα να τα επαναπωλεί ή τα επαναγοράζει με προθεσμιακή συναλλαγή σε κάποια καθορισμένη ημερομηνία επαναγοράς.

Η αποδοχή καταθέσεων καθορισμένης διάρκειας (collection of fixed-term deposits) αποσκοπεί στην απορρόφηση ρευστότητας, το Ευρωσύστημα έχει τη δυνατότητα να προσκαλεί τους αντισυμβαλλομένους να προβούν σε ένοκες καταθέσεις καθορισμένης διάρκειας στις εθνικές κεντρικές τράπεζες των κρατών-μελών που είναι εγκατεστημένοι, προκειμένου να απορροφήσει ρευστότητα. Οι καταθέσεις αυτές εκτός από καθορισμένη διάρκεια έχουν και καθορισμένο επιτόκιο⁶²

Οι πράξεις ανοικτής αγοράς διενεργούνται με πρωτοβουλία της ΕΚΤ, η οποία αποφασίζει επίσης το μέσο, τους όρους και της προϋποθέσεις της διενέργειας τους. Οι εν λόγω πράξεις είναι δυνατό να διενεργούνται μέσω τακτικών δημοπρασιών, ή βάσει διμερών διαδικασιών. Οι πράξεις ανοικτής αγοράς του Ευρωσυστήματος διακρίνονται σε τέσσερις κατηγορίες με βάση το σκοπό τους, την περιοδικότητα και τις διαδικασίες διενέργειας τους.⁶³

α) Οι πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης είναι τακτικές αντιστρεπτές συναλλαγές για την παροχή ρευστότητας διενεργούνται μία φορά την εβδομάδα και έχουν διάρκεια συνήθως μιας εβδομάδας. Οι πράξεις αυτές διενεργούνται από τις Εθνικές Κεντρικές Τράπεζες μέσω τακτικών δημοπρασιών. Οι πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης αποτελούν βασικό άξονα για την επιδίωξη των σκοπών των πράξεων ανοικτής αγοράς του Ευρωσυστήματος.

β) Οι πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης είναι αντιστρεπτές συναλλαγές για την παροχή ρευστότητας ακόμα διενεργούνται μία φορά το μήνα και έχουν διάρκεια συνήθως

⁶² Βλ. Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, Η Εφαρμογή της Νομισματικής Πολιτικής στη ζώνη του ευρώ, Φρανκφούρτη 2002, κεφ 3-4

⁶³ Βλ. Βλέπε αναλυτικά European Central Bank (2001), σελ 55-58

Διαθέσιμο : www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/monetarypolicy2011en.pdf

τριών μηνών, οι πράξεις αυτές διενεργούνται από τις Εθνικές Κεντρικές Τράπεζες μέσω τακτικών δημοπρασιών και σκοπός τους είναι να παρέχουν στους αντισυμβαλλόμενους συμπληρωματική, πιο μακροπρόθεσμη αναχρηματοδότηση. Κατά κανόνα με τις πράξεις αυτές το Ευρωσύστημα δεν επιδιώκει να αποστείλει μηνύματα στην αγορά και, ως εκ τούτου, συνήθως δέχεται ανταγωνιστικές προσφορές τιμών ή επιτοκίου.

γ) Οι πράξεις εξομάλυνσης των βραχυχρόνιων διακυμάνσεων της ρευστότητας διενεργούνται εκτάκτως με σκοπό τη διαχείριση της ρευστότητας στην αγορά και των επηρεασμό των επιτοκίων, ιδίως προς εξομάλυνση των επιπτώσεων στα επιτόκια που οφείλονται σε αιφνίδιες διακυμάνσεις της ρευστότητας στην αγορά. Πράξεις εξομάλυνσης των βραχυχρόνιων διακυμάνσεων της ρευστότητας είναι δυνατό να διενεργούνται την τελευταία ημέρα ορισμένης περιόδου τήρησης υποχρεωτικών ελάχιστων αποθεματικών, προκειμένου να αντιμετωπίζονται διακυμάνσεις της ρευστότητας που τυχόν σημειώνονται στο διάστημα που μεσολαβεί από την κατανομή του ποσού της τελευταίας πράξης κύριας αναχρηματοδότησης.

Οι πράξεις εξομάλυνσης των βραχυχρόνιων διακυμάνσεων της ρευστότητας διενεργούνται κυρίως ως αντιστρεπτέες πράξεις, αλλά μπορούν να λάβουν τη μορφή πράξεων ανταλλαγής νομισμάτων ή αποδοχής καταθέσεων καθορισμένης διάρκειας. Τα μέσα και οι διαδικασίες που χρησιμοποιούνται για τη διενέργεια των πράξεων εξομάλυνσης των βραχυχρόνιων διακυμάνσεων της ρευστότητας προσαρμόζονται ανάλογα με το είδος της συναλλαγής και τον εκάστοτε επιδιωκόμενο στόχο. Οι πράξεις αυτές διενεργούνται συνήθως από τις Εθνικές Κεντρικές Τράπεζες μέσω έκτακτων δημοπρασιών ή με βάση διμερείς διαδικασίες. Σε εξαιρετικές περιπτώσεις το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ μπορεί να αποφασίζει τη διενέργεια των διμερών πράξεων εξομάλυνσης των βραχυχρόνιων διακυμάνσεων της ρευστότητας από την ίδια την ΕΚΤ.

δ) Επιπλέον, το Ευρωσύστημα μπορεί να διενεργεί διαρθρωτικές πράξεις μέσω της έκδοσης πιστοποιητικών χρέους της ΕΚΤ, μέσω αντιστρεπτέων συναλλαγών και μέσω οριστικών συναλλαγών. Οι πράξεις αυτές διενεργούνται όποτε η ΕΚΤ επιθυμεί να προσαρμόσει τη διαρθρωτική θέση του Ευρωσυστήματος έναντι του χρηματοπιστωτικού τομέα. Οι διαρθρωτικές πράξεις με τη μορφή αντιστρεπτέων συναλλαγών ή μέσω της έκδοσης χρεογράφων διενεργούνται από τις Εθνικές Κεντρικές Τράπεζες μέσω τακτικών δημοπρασιών. Οι διαρθρωτικές πράξεις με τη μορφή οριστικών συναλλαγών συνήθως διενεργούνται από τις Εθνικές Κεντρικές Τράπεζες μέσω διμερών διαδικασιών. Σε εξαιρετικές περιπτώσεις το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ μπορεί να αποφασίζει τη διενέργεια των διαρθρωτικών πράξεων από την ίδια την ΕΚΤ.⁶⁴

Πάγιες Διευκολύνσεις

Σκοπός των πάγιων διευκολύνσεων είναι η παροχή και απορρόφηση ρευστότητας με διάρκεια μιας ημέρας (μέχρι την επόμενη εργάσιμη ημέρα), η σηματοδότηση της γενικής κατεύθυνσης της νομισματικής πολιτικής και ο επηρεασμός των επιτοκίων της αγοράς για τοποθετήσεις διάρκειας μια ημέρας. Προβλέπονται δύο πάγιες διευκολύνσεις, στις οποίες οι αποδεκτοί αντισυμβαλλόμενοι προσφεύγουν με δική τους πρωτοβουλία, εφόσον πληρούν ορισμένες προϋποθέσεις πρόσβασης.

⁶⁴ Ibid ,σελ 55-58

α) Οι αντισυμβαλλόμενοι μπορούν να κάνουν χρήση της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης, προκειμένου να λάβουν από τις Εθνικές Κεντρικές Τράπεζες ρευστότητα διάρκειας μιας ημέρας έναντι ασφαλείας με τη μορφή αποδεκτών περιουσιακών στοιχείων. Υπό κανονικές συνθήκες, η πρόσβαση των αντισυμβαλλομένων στη διευκόλυνση δεν υπόκειται σε ποσοτικούς ή άλλους περιορισμούς, εκτός από την υποχρέωση να παρέχουν ως ασφάλεια επαρκή περιουσιακά στοιχεία. Το επιτόκιο της πάγιας διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης συνήθως οριοθετεί προς τα πάνω το επιτόκιο της αγοράς για τοποθετήσεις διάρκειας μιας ημέρας.

β) Οι αντισυμβαλλόμενοι μπορούν να κάνουν χρήση της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων, προκειμένου να πραγματοποιήσουν καταθέσεις διάρκειας μιας ημέρας στις Εθνικές Κεντρικές Τράπεζες. Υπό κανονικές συνθήκες η πρόσβαση των αντισυμβαλλομένων στη διευκόλυνση δεν υπόκειται σε ποσοτικούς ή άλλους περιορισμούς.

Οι πάγιες διευκολύνσεις παρέχονται σε αποκεντρωμένη βάση από τις Εθνικές Κεντρικές Τράπεζες.⁶⁵

Υποχρεωτικά ελάχιστα αποθεματικά

Σύμφωνα με τους όρους του άρθρου 2, η ΕΚΤ μπορεί να απαιτεί από τα πιστωτικά ιδρύματα που είναι εγκατεστημένα στα κράτη μέλη την υποχρέωση της διατήρησης ελάχιστων αποθεματικών σε λογαριασμούς τους στην ΕΚΤ και στις εθνικές κεντρικές τράπεζες στα πλαίσια των στόχων της νομισματικής πολιτικής. Οι κανόνες υπολογισμού των ελάχιστων υποχρεωτικών αποθεματικών μπορούν να ορίζονται με αποφάσεις του Διοικητικού Συμβουλίου. Σε περίπτωση μη συμμόρφωσης, η ΕΚΤ έχει την εξουσία να επιβάλλει επιτόκια ποινής και άλλες κυρώσεις με ανάλογο αποτέλεσμα.⁶⁶

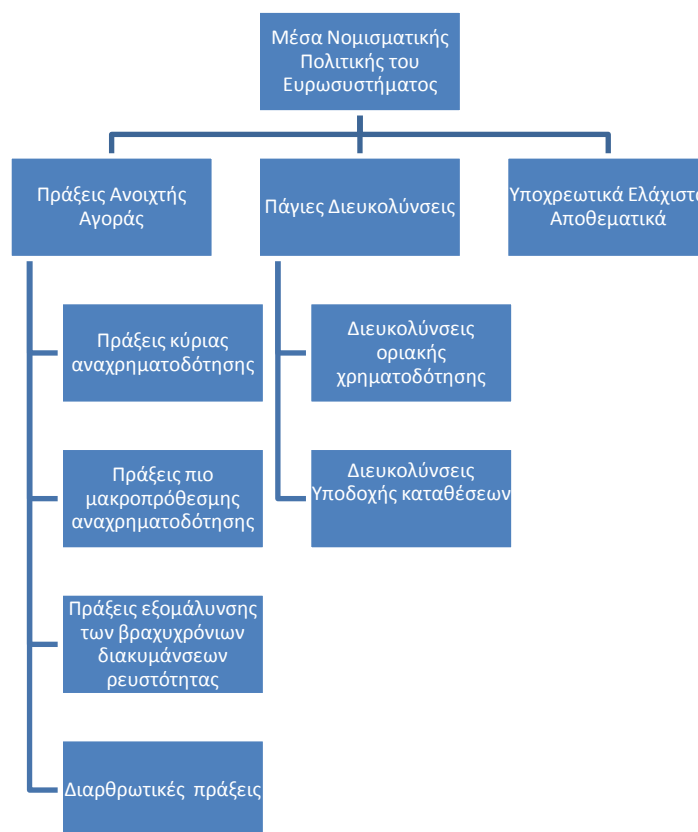
(Το σύστημα υποχρεωτικών ελάχιστων αποθεματικών του Ευρωσυστήματος ισχύει για τα πιστωτικά ιδρύματα της ζώνης του ευρώ και αποσκοπεί κυρίως στη σταθεροποίηση των επιτοκίων της αγοράς χρήματος και στη δημιουργία (ή τη διεύρυνση) διαθρωτικού ελλείμματος ρευστότητας.

Τα υποχρεωτικά ελάχιστα αποθεματικά κάθε ιδρύματος καθορίζονται με βάση ορισμένα στοιχεία του ισολογισμού του. Προκειμένου να επιτευχθεί σταθεροποίηση των επιτοκίων, το σύστημα υποχρεωτικών ελάχιστων αποθεματικών του Ευρωσυστήματος παρέχει στα ιδρύματα τη δυνατότητα να τηρούν τα υποχρεωτικά ελάχιστα αποθεματικά τους σε μέσα επίπεδα. Η συμμόρφωση με την υποχρέωση τήρησης υποχρεωτικών ελάχιστων αποθεματικών διαπιστώνεται με βάση τα μέσα ημερήσια υπόλοιπα κατά τη διάρκεια της περιόδου τήρησης. Επί των υποχρεωτικών αποθεματικών που τηρούν τα ιδρύματα καταβάλλεται τόκος, με το επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης του Ευρωσυστήματος.⁶⁷

⁶⁵ Ibid, σελ 55-58

⁶⁶ βλ. άρθρο 19 του καταστατικού του ΕΣΚΤ

⁶⁷ Ibid σελ 55-58



Αντισυμβαλλόμενοι

Το πλαίσιο άσκησης της νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος διαμορφώνεται κατά τρόπο που να διασφαλίζει τη συμμετοχή εκτενούς φάσματος αντισυμβαλλομένων. Τα ιδρύματα που υπόκεινται στην υποχρέωση τήρησης ελάχιστων αποθεματικών (σύμφωνα με το άρθρο 19.1 του καταστατικού του ΕΣΚΤ)μπορούν να προσφεύγουν στις πάγιες διευκολύνσεις και να συμμετέχουν στις πράξεις ανοικτής αγοράς που εκτελούνται μέσω τακτικών δημοπρασιών και οριστικών συναλλαγών. Το ευρωσύστημα μπορεί να επιλέγει περιορισμένο αριθμό αντισυμβαλλομένων που θα συμμετέχει στις πράξεις εξομάλυνσης των βραχυχρόνιων διακυμάνσεων της ρευστότητας. Προκειμένου για πράξεις ανταλλαγής νομισμάτων διενεργούμενες για σκοπούς νομισματικής πολιτικής επιλέγονται φορείς που δραστηριοποιούνται στην αγορά συναλλάγματος. Η ομάδα των αντισυμβαλλομένων, που συμμετέχει στις πράξεις αυτές περιορίζεται στα εγκατεστημένα στη ζώνη του ευρώ ιδρύματα που επιλέγει το Ευρωσύστημα για τις παρεμβάσεις του στην αγορά συναλλάγματος.⁶⁸

Τροποποιήσεις του πλαισίου άσκησης της νομισματικής πολιτικής

Το διοικητικό συμβούλιο της ΕΚΤ μπορεί ανά πάσα στιγμή να τροποποιεί τα μέσα, τις προϋποθέσεις, τα κριτήρια και τις διαδικασίες για τη διενέργεια των πράξεων νομισματικής πολιτικής.⁶⁹

⁶⁸ *Ibid* σελ 54-58

⁶⁹ *Ibid* σελ 54-58

Δυνατότητα λήψης μέτρων για προληπτικούς λόγους ή κατόπιν επέλευσης γεγονότος αθέτησης υποχρέωσης

Μέτρα λαμβανόμενα για προληπτικούς λόγους

Το Ευρωσύστημα δύναται να λαμβάνει τα ακόλουθα μέτρα για προληπτικούς λόγους

α) σύμφωνα με τις συμβατικές ή κανονιστικές διατάξεις που εφαρμόζει η οικεία ΕθνΚΤ ή η ΕΚΤ, το Ευρωσύστημα δύναται να αναστέλλει, να περιορίζει ή να αποκλείει την πρόσβαση αντισυμβαλλόμενου στα μέσα νομισματικής πολιτικής

β) το Ευρωσύστημα δύναται να απορρίπτει περιουσιακά στοιχεία που παρέχονται ως ασφάλεια από ορισμένους αντισυμβαλλόμενους για πιστοδοτικές πράξεις του Ευρωσυστήματος, να περιορίζει τη χρήση τους ή να εφαρμόζει σε αυτά συμπληρωματικές περικοπές αποτίμησης.

Μέτρα λαμβανόμενα κατόπιν επέλευσης πιστωτικού γεγονότος

Το Ευρωσύστημα δύναται να αναστέλλει, να περιορίζει ή να αποκλείει την πρόσβαση στις πράξεις νομισματικής πολιτικής αντισυμβαλλομένων στο πρόσωπο των οποίων συντρέχει περίπτωση αθέτησης υποχρέωσης δυνάμει συμβατικής ή κανονιστικής ρύθμισης που εφαρμόζουν οι ΕθνΚΤ.

Εφαρμογή μέτρων διακριτικής ευχέρειας βάσει της αρχής της αναλογικότητας και της αποφυγής των διακρίσεων

Όλα τα μέτρα διακριτικής ευχέρειας που απαιτούνται για τη διασφάλιση της συνεχούς διαχείρισης των κινδύνων εφαρμόζονται και διακριβώνονται από το Ευρωσύστημα κατά τρόπο που συνάδει με την αρχή της αναλογικότητας και δεν εισάγει διακρίσεις. Οποιοδήποτε μέτρο διακριτικής ευχέρειας λαμβάνεται έναντι ορισμένου αντισυμβαλλόμενου θα αιτιολογείται δεόντως.⁷⁰

Νομισματική πολιτική υπό το πρίσμα της πρόσφατης χρηματοοικονομική κρίσης

Με την ανάδειξη της διεθνούς χρηματοοικονομικής κρίσης του 2007 άρχισαν να διαφαίνονται οι πρώτες νομισματικές και χρηματοοικονομικές πιέσεις και στην ευρωζώνη. Λόγω της ελλείψης τραπεζικής, δημοσιονομικής και πολιτικής ενοποίησης, οι πιέσεις ανέδειξαν αυτές τις ελλείψεις και έφεραν στην επιφάνεια την κρίση κρατικού χρέους των κρατών μελών της ευρωζώνης, κυρίως εκείνων του Νότου. Η ΕΚΤ ανέλαβε το ρόλο του δανειστή εσχάτης διαφυγής πιο διστακτικά από ότι το αμερικάνικο ομοσπονδιακό σύστημα. Χρειάστηκε μεγάλη προσπάθεια από την ΕΚΤ να διαχωρίσει την παροχή ρευστότητας στις τράπεζες από την χρηματοδότηση των κρατικών κυβερνητικών χρεών, αν και αυτά τα δυο ήταν στενά συνδεδεμένα και αυτός ο δεσμός οδήγησε στην χρονική επέκταση και συνέχιση της κρίσης.

Η ΕΚΤ προτίμησε την έμμεση χρηματοδότη των κρατών μελών με διακρατικές συμφωνίες και μνημόνια συνεργασίας και όχι μέσα από το υπάρχον νομικό σύστημα. Η χρηματοοικονομική

⁷⁰ *Ibid* σελ 54-58

σταθεροποίηση επιχειρήθηκε μέσω αυστηρών δημοσιονομικών προγραμμάτων στις χώρες που επλήγησαν περισσότερο από την κρίση. Από την αρχή της κρίσης υπήρξε στρατηγική αλληλεπίδραση μεταξύ της ΕΚΤ και των κυβερνήσεων της ευρωζώνης. Οι κυβερνήσεις από την πλευρά τους προσπάθησαν να εφαρμόσουν τα δημοσιονομικά προγράμματα με στόχο να αποσπάσουν ευνοϊκότερη νομισματική πολιτική από την ΕΚΤ και πρόβλεψη για υποστήριξη ρευστότητας. Και οι δυο πλευρές θα τα είχαν καταφέρει καλύτερα αν υπήρχε ex ante συνεργασία και πρόνοια για περιόδους κρίσεις, αλλά δεδομένης του πολιτικού κατακεραματισμού της ευρωζώνης και των αποκλινόντων προσεγγίσεων ανάμεσα στους δανειστές και τους δανειζόμενους. Τα αποτελέσματα ήταν υψηλοί τόνοι και αντιπαραθέσεις στο Συμβούλιο των υπουργών οικονομικών και των αρχηγών κρατών με συνέπειες στην οικονομική σταθερότητα και ενότητα της ευρωζώνης.⁷¹

Η απάντηση της Ευρωζώνης στην κρίση διακρίνεται σε συμβατικά και μη συμβατικά μέσα νομισματικής πολιτικής. Τα συμβατικά μέτρα περιλαμβάνουν κύριες πράξεις αναχρηματοδότησης, παράλληλες διευκολύνσεις δανειοδότησης και πάγιες διευκολύνσεις των τραπεζικών ιδρυμάτων, παράγοντες οι οποίοι διαμορφώνουν το επίπεδο των επιτοκίων για τις ιδιωτικές τράπεζες στην ευρωζώνη.

Τον Μάιο του 2009 το Διοικητικό Συμβούλιο της ECB, αποφάσισε τη μείωση το κύριου επιτοκίου δανεισμού των πράξεων αναχρηματοδότησης και του περιθωριακού δανεισμού σε 1% και 1.75% αντίστοιχα, με το επιτόκιο της διευκόλυνσης αποθεμάτων να παραμένει στο 0.25%. Από τον Οκτώβριο του 2008 το επιτόκιο δανεισμού πράξεων αναχρηματοδότησης μειώθηκε στις 325 μονάδες βάσης. Και λόγω της ισχυροποίησης των πιέσεων της κρίσης η ΕΚΤ συνέχισε να λαμβάνει νομισματικά μέτρα αντιμετώπισης των πιέσεων, μέτρα το οποία ήταν αν προηγούμενου, σε μέγεθος και σε είδος, συμβατικά αλλά και μη συμβατικά.⁷²

Η μετάβαση σε μια πιο ευρεία προσέγγιση νομισματικής πολιτικής έγινε με τη εισαγωγή μη συμβατικών μέτρων νομισματικής πολιτικής. Η πρώτη απόφαση προς αυτή την κατεύθυνση ήρθε τον Οκτώβριο του 2008 με την απόφαση να καλυφθούν το σύνολο των αναγκών των ιδιωτικών τραπεζών σε ρευστότητα με τις πράξεις αναχρηματοδότησης τους. Μη συμβατικά μέτρα θεωρούνται επίσης και οι συμφωνίες αναχρηματοδότησης για ασυνήθιστα μεγάλες περιόδους (Longer-Term Refinancing Operations (LTROs)), όπως και η αγορά κρατικών ομολόγων στη δευτερογενή αγορά μέσω του προγράμματος Securities Market Program (SMP) και του προγράμματος οριστικών συναλλαγών ανοικτής αγοράς (Outright Monetary Transactions (OMT)).

Ακόμα, ως μη συμβατικά μέτρα μπορούμε να αναφέρουμε και την χαλάρωση των κριτηρίων για τις επιλέξιμες εγγυήσεις που εφαρμόζονται στις πράξεις αναχρηματοδότησης. Το αποτέλεσμα των εν λόγω μέτρων ήταν διεύρυνση του ισολογισμού της ΕΚΤ. Η δημιουργία του

⁷¹ C. Randall Henning, 2015, The ECB as a strategic Actor: Central Banking in a politically fragmented union, School of International Service, American University, Washington DC, volume 2015, number1, σελ 5-6

⁷² Alessandro Carboni and Andrea Carboni, «From Taylor rule to money. Traditional and unconventional monetary policies in the first years of the financial crisis. Evidence from the United Kingdom, the USA and Europe.», University of Siena σελ.33

Emergency Liquidity Assistance (ELA) δεν αποτελεί per se, μια πράξη νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ, αν και η εισαγωγή του αποτελεί νεωτερισμό για το μέχρι πρότινος σύστημα⁷³

Η δυνατότητα διεξαγωγής οριστικών συναλλαγών ανοικτής αγοράς (OMT) σε δευτερογενείς αγορές κρατικών ομολόγων, είχε ως στόχο να εξασφαλίσει την κατάλληλη μετάδοση της νομισματικής πολιτικής και τη διατήρηση του ενιαίου χαρακτήρα της νομισματικής πολιτικής.⁷⁴

Τον Σεπτέμβριο του 2014, η ΕΚΤ ανακοίνωσε δύο νέα προγράμματα αγοράς, το πρόγραμμα αγοράς τίτλων καλυπτόμενων από περιουσιακά στοιχεία (ABSPP) και το τρίτο πρόγραμμα αγοράς καλυμμένων ομολόγων (Covered Bond Purchase Programme) (CBPP3), με στόχο τη βελτίωση της μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής, τη στήριξη της παροχής πιστώσεων στην οικονομία της ζώνης του ευρώ και, ως εκ τούτου, την περαιτέρω χαλάρωση της νομισματικής πολιτικής.

Στις 9 Μαρτίου 2015, το Ευρωσύστημα ξεκίνησε να αγοράζει, στη δευτερογενή αγορά, ομόλογα που έχουν εκδοθεί από κεντρικές κυβερνήσεις της ζώνης του ευρώ και ορισμένους φορείς και διεθνείς ή υπερεθνικούς οργανισμούς που βρίσκονται στη ζώνη του ευρώ, στο πλαίσιο του προγράμματος αγοράς στοιχείων του ενεργητικού του δημόσιου τομέα (PSPP).⁷⁵

Συνολικά, το ABSPP, το CBPP3 και το PSPP αποτελούν το διευρυμένο πρόγραμμα αγοράς στοιχείων ενεργητικού (EAPP), του οποίου οι μηνιαίες αγορές θα ανέρχονται σε 60 δισεκατομμύρια ευρώ. Οι αγορές αυτές θα πραγματοποιούνται έως τα τέλη του Σεπτεμβρίου του 2016 και, σε κάθε περίπτωση, μέχρι το διοικητικό συμβούλιο να εντοπίσει μια σταθερή προσαρμογή στην πορεία του πληθωρισμού η οποία να συνάδει με τον στόχο του για επίτευξη ποσοστού πληθωρισμού κάτω αλλά πλησίον του 2% μεσοπρόθεσμα.⁷⁶

Στην αρχή της χρηματοπιστωτικής αναστάτωσης, όταν εμποδίστηκε σφοδρά η πρόσβαση σε ρευστότητα στις αγορές χρήματος, το Ευρωσύστημα επεδίωξε να διασφαλίσει την αποφυγή μείζονος συστημικής χρηματοπιστωτικής κρίσης. Αντέδρασε με την προσαρμογή του χρόνου και της περιόδου λήξης των μηχανισμών της παροχής ρευστότητας, ώστε να ικανοποιήσει τις χρηματοδοτικές ανάγκες των τραπεζών. Βασίστηκε στο υπάρχον λειτουργικό πλαίσιο για την απορρόφηση των διαταραχών στην αγορά χρήματος - σε λειτουργίες αναχρηματοδότησης συμμετοχή όλων των πιστωτικών ιδρυμάτων της ευρωζώνης, ευρεία αποδοχή περιουσιακών στοιχείων ως ενεχύρων. Τα μέτρα που ελήφθησαν κατά την πρώτη φάση δεν ήταν μάλλον πολύ σημαντικά. Ωστόσο, η ΕΚΤ υιοθέτησε και ένα μη συμβατικό μέτρο: τη λειτουργία παροχής ρευστότητας σε δολάρια ΗΠΑ από τις κεντρικές τράπεζες.

⁷³ Ibid, σελ 6-7

⁷⁴ European Central Bank – Official Portal Διαθέσιμο: www.europarl.europa.eu/atyourservice/el/displayFtu.html?ftuId=FTU_4.1.3.html (Πρόσβαση 18.7.2015)

⁷⁵ Αλεξάκης, 2011, σελ 183-184, <http://www.hba.gr/5Ekdotis/UplPDFs//syllogikostomos/9-b%20ALEXAKIS%20177-190.pdf>

⁷⁶ Ibid, σελ 185

Κατά τη δεύτερη φάση από το φθινόπωρο 2008, η αναστάτωση εξελίχθηκε σε παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση και προξένησε σφοδρή πτώση στην οικονομία της ευρωζώνης. Δημιουργήθηκε η ανάγκη για σημαντικότερα μέτρα διασφάλισης του μηχανισμού μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής, καθώς η στενή σχέση μεταξύ βασικών επιτοκίων και επιτοκίων αγοράς χρήματος είχε λάβει μια διαφορετική και πιο περίπλοκη μορφή. Με δεδομένη τη μεταβολή στην αξιολόγηση των κινδύνων σε ότι αφορά τη σταθερότητα των τιμών, τα επιπρόσθετα μέτρα χρειάζονταν ώστε να διαφυλάξουν περισσότερο ενάντια σε μια συστημική κρίση ρευστότητας στο χρηματοπιστωτικό σύστημα της ευρωζώνης, να υποστηρίξουν τη μετάδοση των επιτοκιακών αποφάσεων της ΕΚΤ και να επαυξήσουν τη ροή πιστώσεων.⁷⁷

Τα μέτρα που υιοθετήθηκαν

Προσαρμογή επιτοκίων

Στις άρχες του 2009 κρίση στην αγορά χρήματος επεκτάθηκε στην πραγματική οικονομία και σε άλλα τμήματα της χρηματοπιστωτικής αγοράς. Σαν αποτέλεσμα, η ΕΚΤ μείωσε σταδιακά το επιτόκιο πολιτικής από 4,25% τον Σεπτέμβριο 2008, στο 1,00% τον Μαΐο του 2009, σε επίπεδα που δεν έχουν λάβει χώρα τουλάχιστον από τον Β' παγκόσμιο πόλεμο και μετά.

Τη μείωση των βασικών επιτοκίων ΕΚΤ ακολούθησε η μείωση των βασικών επιτοκίων αγοράς τα οποία επηρεάζονται και καθοδηγούνται από τη διαμόρφωση του ελάχιστου επιτοκίου προσφοράς της ΕΚΤ. Το EURIBOR τριών μηνών μειώθηκε κατά περίπου 436 μονάδες βάσης μεταξύ Σεπτεμβρίου 2008 και το Φεβρουάριο 2010.⁷⁸

Η προσαρμογή των επιτοκίων παρέμεινε αποτελεσματική κατά τη διάρκεια της χρηματοπιστωτικής αναστάτωσης και η φύση της μετάδοσης δεν διέφερε πολύ από την ισχύουσα κατά τη διάρκεια των περιόδων οικονομικής και χρηματοπιστωτικής σταθερότητας.

Καθώς, οι εντάσεις στις αγορές χρήματος εμπόδισαν την ικανότητα των τραπεζών παροχής χρηματοδότησης στην οικονομία, η μείωση των βασικών επιτοκίων πολιτικής θα ήταν λιγότερο αποτελεσματική στην απουσία επιπρόσθετων πολιτικών χρηματοπιστωτικής υποστήριξης.

Έτσι αποφασίστηκε και η επαυξημένη πιστωτική υποστήριξη (ΕΠΥ) που αποτελείται από μη-συμβατικά μέτρα υποστήριξης των χρηματοπιστωτικών συνθηκών και της ροής πιστώσεων. Αυτά τα μέτρα προωθήθηκαν από την ανάγκη να διασφαλιστεί η συνεχής αποτελεσματικότητα της μετάδοσης της συμβατικής νομισματικής πολιτικής στην πραγματική οικονομία και τελικά στην εξέλιξη στις τιμές, σε ένα περιβάλλον όπου το χρηματοπιστωτικό σύστημα βρισκόταν κάτω από σημαντική πίεση. Ήλθαν ως εκ τούτου να συμπληρώσουν τις συμβατικές αποφάσεις για τα επιτόκια παρά να τα υποκαταστήσουν.⁷⁹

Το διοικητικό συμβούλιο της ΕΚΤ αποφάσισε για το επίπεδο των επιτοκίων που ήταν κατάλληλο για να εκπληρώσει την εντολή της σταθερότητας των τιμών και στη συνέχεια

⁷⁷ Ibid, σελ 185

⁷⁸ EURIBOR: το επιτόκιο με το οποίο μια τράπεζα είναι διατεθειμένη να δανείσει σε ευρώ άλλη τράπεζα. Υπολογίζεται καθημερινά για τις διατραπεζικές καταθέσεις, για διάφορες διάρκειες έως 12 μηνών.

⁷⁹ Ibid σελ 186

υλοποίησε μια σειρά μη συμβατικών μερών που επέβλεπαν στη διασφάλιση ότι αυτή η κατάσταση της νομισματικής πολιτικής μεταδίδεται με επιτυχία στην οικονομία ως σύνολο. Η ΕΠΥ είχε άμεση επίδραση στα επιτόκια και στην προσφορά πιστώσεων, επιδιώκοντας κυρίως να αντιμετωπίσει τους κινδύνους ρευστότητας των τραπεζών και πρόσβασης τους σε ξένο νόμισμα. Ειδικότερα, η ΕΠΥ αποτελείται από σειρά πέντε μέτρων:⁸⁰

- i. Η ΕΚΤ υιοθέτησε τη διαδικασία προσφορών σταθερού επιτοκίου με πλήρη κατανομή-απεριόριστη χορήγηση ρευστότητας - στο επιτόκιο πολιτικής της, σε όλες τις λειτουργίες αναχρηματοδότησης. Οι τράπεζες δανείζονται όση ρευστότητα επιθυμούν από το Ευρωσύστημα, εφόσον μπορούν να την αντιστοιχίσουν με ενέχυρο. Επεδίωξε να ενισχύσει τη βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση των τραπεζών μετριάζοντας τον δυνητικό αντίκτυπο στη διαθεσιμότητα πιστώσεων προς την οικονομία (Οκτώβριος 2008).
- ii. Η ΕΚΤ επεξέτεινε την ήδη ευρεία λίστα αποδεκτών περιουσιακών στοιχείων ως ενέχυρων στις λειτουργίες αναχρηματοδότησης, επαυξάνοντας την πρόσβαση των τραπεζών σε ρευστότητα κατά τη διάρκεια της κρίσης (Οκτώβριος 2008)
- iii. Πέραν των εξαμηνιαίων μη κανονικών λειτουργιών που ίσχυαν ήδη, η ΕΚΤ αποφάσισε την ανάληψη τριών λειτουργιών αναχρηματοδότησης υπό σταθερό επιτόκιο με δωδεκάμηνη περίοδο λήξης. Η επιμύκνωση της μέγιστης περιόδου λήξης των λειτουργιών αναχρηματοδότησης από τρεις μήνες πριν την κρίση σε ένα έτος, οδήγησε σε μείωση των απαιτήσεων αναχρηματοδότησης των τραπεζών, βραχυπροθέσμως (δεύτερο ήμισυ 2009)
- iv. Η ΕΚΤ επαύξησε την παροχή αναχρηματοδότησης σε δολάρια ΗΠΑ, προσφέροντας απεριόριστη παροχή έναντι αποδεκτού ενέχυρου σε ευρώ. Επίσης, αύξησε τον ορίζοντα λήξης των λειτουργιών σε δολάρια που προσέφερε (μέχρι τρεις μήνες), ενώ εισήγαγε τον ορίζοντα λήξης των λειτουργιών σε δολάρια που προσέφερε μέχρι τρεις μήνες, ενώ εισήγαγε και λειτουργίες παροχής ρευστότητας σε ελβετικά φράγκα. Έτσι επιδιώχθηκε να αντιμετωπίσουν οι ανάγκες χρηματοδότησης περιουσιακών στοιχείων σε ξένο νόμισμα των τραπεζών της ευρωζώνης (πρώτο ήμισυ 2008)
- v. Η ΕΚΤ ενεργοποίησε την αγορά καλυμμένων ομολόγων που εκδίδονται στην ευρωζώνη (Ιούνιος 2009). Η αγορά καλυμμένων ομολόγων αντιπροσωπεύει μια μείζονα πηγή χρηματοδότησης των τραπεζών. Αυτό το μέτρο προήγαγε τις πρωτογενείς εκδόσεις και μείωσε τα ιδιαίτερα αυξημένα ανοίγματα αυτής της αγοράς, βοηθώντας στην αναγέννηση της πληγείσας αγοράς.

Όλα τα μέτρα διαμορφώθηκαν στη συγκεκριμένη χρηματοπιστωτική δομή της ευρωζώνης, όπου οι τράπεζες αποτελούν την πρωταρχική πηγή παροχής πιστώσεων στην οικονομία, αντίθετα με την οικονομία των ΗΠΑ, στην οποία το μέγιστο μέρος της χρηματοδότησης προς τις επιχειρήσεις βασίζεται στις αγορές.⁸¹

⁸⁰ Ibid σελ 186

⁸¹ Ibid σελ 186

Κεφάλαιο Δεύτερο

Ομοσπονδιακό Αποθεματικό Σύστημα (Federal Reserve System)

Στις 23 Δεκεμβρίου 1913 άρχισε τη λειτουργία της του Ομοσπονδιακό Αποθεματικό Σύστημα (Federal Reserve System) με την υπογραφή του Federal Reserve Act, από τον πρόεδρο Ουίλσον και την ψήφιση του από το Κογκρέσο. Τα αίτια της ιδρύσεως του βρίσκονται στον πανικό του 1907 και την ανησυχητική επιδημία τραπεζικών πτωχεύσεων που τον συνόδευσε. Η κοινή γνώμη είχε πλέον κουραστεί με την αναρχία και την αστάθεια που χαρακτήριζε τις ιδιωτικές τράπεζες. Και έπειτα από έξι χρόνια συζητήσεων και διαβουλεύσεων ιδρύθηκε το Ομοσπονδιακό Σύστημα των ΗΠΑ παρά τις αντιδράσεις των τραπεζιτών.

Το σύστημα αποτελείται από την ένα επταμελές Διοικητικό Συμβούλιο με έδρα την Ουάσιγκτον, τις δώδεκα Περιφερειακές Ομοσπονδιακές Τράπεζες και την Ομοσπονδιακή Επιτροπή Ανοικτής Αγοράς. Αρχικά ως βασική αποστολή της Fed ανατέθηκε η διατήρηση αποθεματικών χρήματος και σταδιακά εξελίχθηκε στην επίσημη τραπεζική αρχή του ομοσπονδιακού κράτους. Επιπλέον, η Fed με την ίδρυση της ανέλαβε το ρόλο του δανειστή εσχάτης προσφυγής (Lender of Last Resort).⁸²

Στόχοι

Η αποστολή της Fed όπως εκφράζεται στον ιδρυτικό της νόμο:

Το Συμβούλιο των Διοικητών του Ομοσπονδιακού Αποθεματικού Συστήματος και της Ομοσπονδιακής Επιτροπής Ανοικτής Αγοράς έχει ως σκοπό την επίτευξη μακροπρόθεσμης ανάπτυξης της κίνησης των νομισματικών και πιστωτικών μεγεθών, με τη μακροπρόθεσμο δυναμική για αύξηση της παραγωγής, έτσι ώστε να προωθήσει αποτελεσματικά τους στόχους της σταθερότητα των τιμών, της πλήρους απασχόλησης, και των σταθερών μακροχρόνιων επιτοκίων.⁸³

Η δομή του συστήματος της Ομοσπονδιακής Τράπεζας πηγάζει από την ιδρυτική πράξη δημιουργίας της Federal Reserve Act και αποτελείται από τρία όργανα. Πρώτον, το Διοικητικό Συμβούλιο (Board of Governors) το οποίο είναι αρμόδιο για τη διαμόρφωση της νομισματικής πολιτικής. Δεύτερον, τις Περιφερειακές Ομοσπονδιακές Τράπεζες (Federal Reserve District Banks), οι οποίες είναι μέλη της Fed και επιβλέπουν και ελέγχουν τις εμπορικές τράπεζες. Τρίτον, η Ομοσπονδιακή Επιτροπή Ανοικτής Αγοράς (Federal Open Market Committee) (εφεξής FOMC).

Διοικητικό Συμβούλιο (Board of Governors)

Το Συμβούλιο των Διοικητών, που βρίσκεται στην Ουάσιγκτον, DC, αποτελεί το σώμα το οποίο ρυθμίζει τη λειτουργία των τραπεζών, συμβάλλει στην άσκηση της νομισματικής

⁸² Samuelson A Paul, (1975) Οικονομική, 9^η Αμερικανική Έκδοση, Μετάφραση: Καραγεώργα Δ.- Παπαμάργαρη Θ., Βιβλιοθήκη Σύγχρονου Οικονομικής Αναλύσεως, Εκδόσεις Παπαζήση

⁸³ Federal Reserve ACT Section 2aA, Διαθέσιμο : www.Federalreserve.gov/abouttheFed/fract.htm

πολιτικής της χώρας , και να επιβλέπει τις δραστηριότητες των αποθεματικών των τραπεζών, το συμβούλιο αποτελείται από επτά μέλη τα οποία διορίζονται από τον πρόεδρο των Ηνωμένων Πολιτειών και επικυρώνεται ο διορισμός τους από τη Γερουσία. Η θητεία των Διοικητών είναι 14 χρόνια. Ο πρόεδρος και ο αντιπρόεδρος διορίζονται από το πρωθυπουργό των ΗΠΑ επιλέγοντας τον από τα υπάρχοντα μέλη και επικυρώνεται ο διορισμός τους από τη Γερουσία, και υπηρετούν για τέσσερα χρόνια. Η θητεία των μελών του Συμβουλίου δεν επηρεάζεται από την ιδιότητα τους ως προέδρου ή αντιπροέδρου. Το Συμβούλιο των Διοικητών διεξάγει τις εργασίες του με τη βοήθεια επτά υποεπιτροπών, οι οποίες είναι επιφορτισμένες με συγκεκριμένο θεματικό χαρτοφυλάκιο.⁸⁴

Περιφερειακές Ομοσπονδιακές Τράπεζες (Federal Reserve District Banks)

Οι Περιφερειακές Ομοσπονδιακές Τράπεζες θεσπίστηκαν από το Κογκρέσο ως βραχιόνες χειρισμού του κεντρικού τραπεζικού συστήματος της χώρας. Οι Περιφερειακές Ομοσπονδιακές Τράπεζες κατέχουν τα ταμιακά αποθέματα των αμερικάνικων τραπεζικών ιδρυμάτων και παρέχουν δανειακές ροές σε αυτά. Παρέχουν στοιχεία για τον έλεγχο των λογαριασμών στο Υπουργείο Οικονομικών του αμερικανικού κράτους (Treasury), εκδίδουν και εξαργυρώνουν καθημερινά τίτλους του αμερικανικού δημοσίου και ενεργούν ως δημοσιονομικοί εκπρόσωποι (fiscal agents) της αμερικανικής κυβέρνησης.

Επιπλέον, εποπτεύουν και να εξετάζουν τις τράπεζες-μέλη ως προς την χρηματοοικονομική τους ευρωστία., καθώς επίσης συμμετέχουν ,στην πρωταρχική αρμοδιότητα του Ομοσπονδιακού Αποθεματικού Συστήματος, τον καθορισμό της νομισματικής πολιτικής.⁸⁵

Για τους σκοπούς της διεξαγωγής αυτών των καθημερινών συναλλαγών (day-to-day operations) του Ομοσπονδιακού Αποθεματικού Συστήματος, έχει χωριστεί σε δώδεκα ομοσπονδιακές αποθεματικές επαρχίες (Federal Reserve Districts) , με τράπεζες σε Βοστώνη, Νέα Υόρκη , Φιλαδέλφεια , Κλήβελαντ, Ρίτσμοντ , Ατλάντα , Σικάγο , Σαιντ-Λούις, Μινεάπολις, Κάνσας Σίτι , Ντάλας και Σαν Φρανσίσκο.

Οι περιφερειακές Ομοσπονδιακές Τράπεζες λειτουργούν υπό τη γενική εποπτεία του Διοικητικού Συμβουλίου στην Ουάσιγκτον. Κάθε τράπεζα έχει ένα εννεαμελές Διοικητικό Συμβούλιο που επιβλέπει τις εργασίες της.⁸⁶

Ρόλος τους στη Νομισματική Πολιτική

Η πρωταρχική ευθύνη της Κεντρικής Τράπεζας (FED) αποτελεί ο επηρεασμός της ροής του χρήματος και των πιστώσεων στην οικονομία της χώρας. Οι Περιφερειακές Ομοσπονδιακές

⁸⁴ Board of Governors , Official FED Portal Διαθέσιμο: <http://www.Federalreserve.gov/abouttheFed/bios/board> (Πρόσβαση 18.7.2015)

⁸⁵ Federal Reserve Board – Official Portal of FED Διαθέσιμο: www.Federalreserve.gov/pubs/frseries/frseri3.htm (Πρόσβαση 18.7.2015)

⁸⁶ Federal Reserve Board – Official Portal of FED Διαθέσιμο: www.Federalreserve.gov/pubs/frseries/frseri3.htm (Πρόσβαση 18.7.2015)

Τράπεζες εμπλέκονται σε αυτή τη λειτουργία με διάφορους τρόπους. Πρώτον, πέντε από τους 12 προέδρους επανδρώνουν , μαζί με επτά μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου, την Ομοσπονδιακή Επιτροπή Ανοικτής Αγοράς. Ο πρόεδρος της Ομοσπονδιακής Τράπεζας της Νέας Υόρκης αποτελεί μόνιμο μέλος της FOMC, και οι υπόλοιποι πρόεδροι συμμετέχουν με σύστημα εκ περιτροπής για ένα χρόνο.

Η FOMC συνεδριάζει σε τακτά χρονικά διαστήματα στην Ουάσιγκτον, DC, και καθορίζει την πολιτική όσον αφορά τις αγορές και τις πωλήσεις των τίτλων του Αμερικανικού Δημοσίου στην ελεύθερη αγορά, οι δράσεις αυτές επηρεάζουν τη διαθεσιμότητα του χρήματος και των πιστώσεων στην οικονομία.

Δεύτερον, τα Διοικητικά Συμβούλια των Ομοσπονδιακών Τραπεζών είναι αρμόδια για την μεταβολή των επιτοκίων των δανείων που λαμβάνουν χώρα στο διατραπεζικό δανεισμό ανάμεσα στις Ομοσπονδιακές Τράπεζες και τα αμερικάνικα τραπεζικά ιδρύματα. Οποιαδήποτε μεταβολή επιτοκίων πρέπει να εγκριθεί πρώτα από το Διοικητικό Συμβούλιο.

Οι Περιφερειακές Αποθεματικές Τράπεζες συχνά καλούνται και τράπεζες των τραπεζιτών (banker's banks), διότι προσφέρουν στις εμπορικές τράπεζες υπηρεσίες παρόμοιες με εκείνες που προσφέρουν και οι ίδιες στους πελάτες τους.⁸⁷

Ομοσπονδιακή Επιτροπή Ανοικτής Αγοράς (Federal Open Market Committee)

Η Ομοσπονδιακή Επιτροπή Ανοικτής Αγοράς , ή FOMC, είναι το κύριο σώμα του ομοσπονδιακού συστήματος, αρμόδιο για την άσκηση της νομισματικής πολιτικής. Η σύνθεση των μελών με δικαίωμα ψήφου απαρτίζεται από τα επτά μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου, τον πρόεδρο της Περιφερειακής Ομοσπονδιακής Τράπεζας της Νέας Υόρκης , και τέσσερις άλλους προέδρους των περιφερειακών ομοσπονδιακών τραπεζών, που υπηρετούν στην επιτροπή για ένα έτος σε περιστρεφόμενη βάση με τους υπολοίπους προέδρους των περιφερειακών τραπεζών. Όλοι οι πρόεδροι των περιφερειακών ομοσπονδιακών τραπεζών παρακολουθούν τις συνεδριάσεις της FOMC, ακόμη και όταν δεν έχουν οριστεί μέλη με δικαίωμα ψήφου. Κατά παράδοση, ο πρόεδρος της FOMC είναι , επίσης, ο Πρόεδρος του Διοικητικού Συμβουλίου των Διοικητών.⁸⁸

Συνεδριάσεις

Η Διοίκηση του Ομοσπονδιακού Συστήματος (Federal Reserve Board) συνεδριάζει αρκετές φορές την εβδομάδα. Οι συναντήσεις γίνονται σε συμμόρφωση με του κυβερνητικούς όρους, όπως ορίζονται στο Sunshine Act, και πολλές από αυτές είναι διαθέσιμες και στο κοινό. Αν βέβαια η διοίκηση πρόκειται να συζητήσει για ζητήματα υψηλής εμπιστευτικότητας οι

⁸⁷ Federal Reserve Board – Official Portal of FED Διαθέσιμο:
www.Federalreserve.gov/pubs/frseries/frseri3.htm (Πρόσβαση 18.7.2015)

⁸⁸ Federal Reserve Board – Official Portal of FED Διαθέσιμο:
www.Federalreserve.gov/pubs/frseries/frseri3.htm (Πρόσβαση 18.7.2015)

συζητήσεις παραμένουν κλειστές για το κοινό.⁸⁹

Εκθέσεις Νομισματικής Πολιτικής

Η ιδρυτική πράξη της Fed ορίζει ότι το Συμβούλιο των Διοικητών πρέπει να υποβάλλει γραπτές εκθέσεις στο Κογκρέσο που να περιλαμβάνουν τη διεξαγωγή της νομισματικής πολιτικής και τις οικονομικές εξελίξεις και τις προοπτικές του μέλλοντος. Η έκθεση αυτή ονομάζεται Έκθεση Νομισματικής Πολιτικής (Monetary Policy Report) και υποβάλλεται δύο φορές το χρόνο στη Γερουσία, και συγκεκριμένα στην Επιτροπή της για τον Τραπεζικό Τομέα, την Στέγαση και τις Αστικές Υποθέσεις και στην κυβερνητική επιτροπή για τις Χρηματοοικονομικές Υπηρεσίες, παράλληλα με δήλωσης επιβεβαίωσης από το Πρόεδρο της FED.⁹⁰

Μέσα άσκησης νομισματικής πολιτικής της FED

Το Ομοσπονδιακό Σύστημα ορίζει τη άσκηση τη νομισματικής πολιτικής ως τις ενέργειες τις οποίες διεξάγει για να επηρεάσει την διαθεσιμότητα και τα επίπεδα των τιμών του χρήματος και τις ενέργειες δανεισμού οι οποίες προωθούν τους στόχους λειτουργίας της, την σταθερότητα του επιπέδου των τιμών και τα υψηλά επίπεδα απασχόλησης.

Παραδοσιακά χρησιμοποιούνται τρία εργαλεία άσκησης νομισματικής πολιτικής από την Fed οι συναλλαγές ανοικτής αγοράς, ο καθορισμός του επιτοκίου δανεισμού και οι απαιτήσεις των διαθέσιμων αποθεματικών.⁹¹

- Πράξεις Ανοικτής Αγοράς : Το σημαντικότερο εργαλείο της διεξαγωγής νομισματικής πολιτικής της FED είναι οι πράξεις ανοικτής αγοράς, μέσω των οποίων η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ αγοράζει ή πουλάει τίτλους του Αμερικάνικου Δημοσίου και με αυτό τον τρόπο επηρεάζει την προσφορά χρήματος και τα επιτόκια στις αγορές χρήματος και αυξομειώνει τα επίπεδα ρευστότητας σε δολάρια στα αποθεματικά και άλλα ιδρύματα. Οι πράξεις ανοικτής αγοράς πραγματοποιούνται στα πλαίσια των αγορών, στα οποία η FED διαπραγματεύεται τίτλους με ποικίλους αντισυμβαλλομένους και ποικίλους τίτλους και εγγυήσεις. Οι πράξεις ανοικτής αγοράς αποτελούν το πιο συνηθισμένο μέσο άσκησης νομισματικής πολιτικής για το ομοσπονδιακό σύστημα και χρησιμοποιούνται σε ομαλές περιστάσεις, και την περίοδο 2009 μέχρι 2014 προτιμήθηκαν οριστικές πράξεις ανοικτής αγοράς.⁹²

⁸⁹ Federal Reserve Board, Meetings – Official Portal of FED Διαθέσιμο: www.Federalreserve.gov/pubs/frseries/frseri3.htm (Πρόσβαση 18.7.2015)

⁹⁰ Monetary Policy Report , Official Portal of FED Διαθέσιμο : <http://www.Federalreserve.gov/monetarypolicy/mptr> (Πρόσβαση 18.7.2015)

⁹¹ Mankiw N. Gregory, (2002), Αρχές της Οικονομικής, Β' τόμος, Μετάφραση: Νικηφόρος Σταματάκης, Εκδόσεις Τυπωθήτω-Γιώργος Δάρδανος ,Αθήνα

⁹² The Federal Reserve Monetary Policy, Investopedia, Διαθέσιμο: www.investopedia.com/university/theFed/Fed3.asp (Πρόσβαση 18.7.2015)

- Καθορισμός επιτοκίου : Η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ για να επιτύχει του ευρύτερους νομισματικούς τις στόχους διαμορφώνει την τιμή του επιτοκίου δανεισμού των ομοσπονδιακών κεφαλαίων (Federal fund rate), το οποίο είναι το επιτόκιο που πληρώνουν οι τράπεζες για άντληση κεφαλαίων από τη διατραπεζική αγορά. Η ρύθμιση αυτού του επιτοκίου επιτρέπει στη Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ να ελέγχει τη ροή χρήματος να διατηρεί τη νομισματική σταθερότητα.

Η FED συνηθίζει να ορίζει το προεξοφλητικό επιτόκιο (discount window) σε υψηλότερο επίπεδο σε σχέση με το γενικό επιτόκιο δανεισμού (Federal fund rate), προκειμένου να στραφούν οι τράπεζες σε εναλλακτικές πηγές χρηματοδότησης πριν καταλήξουν στο δανεισμό από την «προεξοφλητική θυρίδα» του Ομοσπονδιακού Αποθεματικού Συστήματος. Η προεξοφλητική θυρίδα μπορεί να αποτελέσει σημαντικό εργαλείο σε περιόδους χρηματοοικονομικών κρίσεων.

Επιπρόσθετα, ακόμη και μικρές μεταβολές του προεξοφλητικού επιτοκίου μπορούν να προκαλέσουν την αντίδραση των χρηματοπιστωτικών αγορών. Χαμηλό επιτόκιο δανεισμού χρησιμοποιείται στα πλαίσια μια επεκτατικής νομισματικής πολιτικής και υψηλό επιτόκιο δανεισμού σηματοδοτεί μια περιοριστική οικονομική πολιτική.⁹³

- Υποχρεωτικά Ελάχιστα Αποθεματικά- Η Ομοσπονδιακή τράπεζα διεξάγει, επίσης, την νομισματικής πολιτικής εκ της ρυθμίσεως των ελάχιστων υποχρεωτικών αποθεματικών των τραπεζών. Οι τράπεζες είναι υποχρεωμένες να τηρούν ένα μέρος των καταθέσεων τους σε λογαριασμούς της ομοσπονδιακής τράπεζας. Η προσαρμογή των υποχρεωτικών διαθεσίμων εκ μέρους της Fed επηρεάζει τα επίπεδα ρευστού χρήματος στην αγορά . Αν και η αλλαγή της πολιτικής των υποχρεωτικών διαθεσίμων των τραπεζών σπάνια χρησιμοποιείται από τη Fed, τελευταία προσαρμογή έγινε το 1992, είναι ένα εργαλείο που μπορεί να υποστηρίξει την ευρύτερα εφαρμοζόμενη νομισματική πολιτική. Οι τράπεζες υποχρεούνται να κρατούν 10% των καταθέσεων τους, το οποίο χαρακτηρίζεται ως ελάχιστο δίκτυ προστασίας των καταθέσεων.⁹⁴

Άσκηση νομισματικής πολιτικής υπό το πρίσμα της οικονομικής κρίσης

Το Ομοσπονδιακό Αποθεματικό Σύστημα, αποδείχτηκε, αρκετά ισχυρό στις πιέσεις της διεθνούς χρηματοοικονομικής του 2007-2009. Η τραπεζική , δημοσιονομική και πολιτική ενοποιημένη σύνθεση του προσέφερε ένα υποστηρικτικό περιβάλλον στο οποίο η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ κατάφερε να ανταπεξέλθει στις χρηματοοικονομικές και νομισματικές προκλήσεις. Τα βασικά ζητήματα για την αμοιβαιότητα αντιμετώπισης τόσο του

⁹³ What is FED? Monetary Policy, Federal Reserve Bank of San Francisco
Διαθέσιμο: www.frbsf.org/education/teacher-resources/what-is-the-Fed/monetary-policy (Πρόσβαση 18.7.2015)

⁹⁴ Marc Labonte , (2015), Monetary Policy and the Federal Reserve: Current Policy and Issues for Congress, Congressional Research Service , 7-5700 , June 18 , σελ 3-5
Διαθέσιμο : www.fas.org/sgp/crs/misc/RL30354.pdf (Πρόσβαση 25.7.2015)

χρέους όσο και της δημοσιονομικής και νομισματικής πολιτικής έχουν τεθεί από τη ίδρυση του συστήματος και η Ομοσπονδιακή τράπεζα ήταν αφοσιωμένη στους πολλαπλούς αυτούς στόχους από τις απαρχές της κρίσης ώστε να επιτύχει τη χρηματοοικονομική σταθεροποίηση το συντομότερο δυνατό. Το υπουργείο οικονομικών των ΗΠΑ κάλυψε τις ανάγκες σε ρευστότητα του Ομοσπονδιακού Συστήματος για την παροχή ρευστότητα σε όλο το φάσμα της οικονομίας. Η Fed, λοιπόν, παρείχε ρευστότητα και το υπουργείο οικονομικών ανέλαβε τον έλεγχο των δημοσιονομικών ζητημάτων που ανέκυψαν, αυτή ήταν η στρατηγική προσέγγιση της αντιμετώπισης της κρίσης από την ομοσπονδιακή κυβέρνηση. Το ευέλικτο υπάρχον σύστημα έδωσε τη δυνατότητα της στενής συνεργασίας ανάμεσα στις δημοσιονομικές αρχές και τις νομισματικές.⁹⁵

Η ομοσπονδιακή τράπεζα ανταποκρίθηκε άμεσα στην χρηματοοικονομική κρίση του 2007 με δραστική μείωση των επιτοκίων των ομολόγων του αμερικάνικου δημοσίου. Το Σεπτέμβριο του 2007 υπήρξε μια δραστική μείωση κοντά στις 50 μονάδες βάσης με πρόθεση από την FOMC και για ακόμα μεγαλύτερη μείωση. Μέχρι την άνοιξη του 2008, η FOMC μείωσε το επιτόκιο κατά 235 μονάδες βάσης. Σύμφωνα με δήλωση του Προέδρου Bernanke (2009), «η ανταπόκριση της ομοσπονδιακής τράπεζας, αποτέλεσε σε σχέση με το ιστορικό παρελθόν, εξαιρετικά άμεση και ενεργητική». Ο στόχος αυτή της μεγάλης νομισματικής χαλάρωσης ήταν η δημιουργία ενός μαξιλαριού προστασίας ενάντια στην χρηματοοικονομική αναταραχή, σε συνδυασμό με την τόνωση της απασχόλησης. Δυστυχώς, η συνέχιση των πιέσεων της χρηματοοικονομικής κρίσης οδήγησε και σε επόμενη μείωση των επιτοκίων. Η Ομοσπονδιακή Τράπεζα μείωσε τα επιτόκια της στις 100 μονάδες βάσεις το Οκτώβριο του 2008, με το μισό της μείωσης να το διαχειρίζεται σε συνεργασία με τις κυριότερες ομοσπονδιακές τράπεζες. Από το Δεκέμβριο του 2008, η Ομοσπονδιακή Τράπεζα είχε θέσει τα επιτόκια της ανάμεσα το 0% και 2,5%. Βέβαια, η μείωση του επιτοκίου που έφτασε τα όρια του μηδενικού, εξέθεσε την ομοσπονδιακή τράπεζα σε κινδύνους, κυρίως πληθωριστικούς, ακολουθώντας αύξηση στην τιμή των εμπορικών αγαθών. Το ομοσπονδιακό σύστημα ανέλαβε την αρμοδιότητα αυτής τη τεράστιας νομισματικής χαλάρωσης και μετά το τέλος του 2008, μείωσε ξανά τις πληθωριστικές πιέσεις.⁹⁶

Εκτός από την προσέγγιση των μηδενικών επιτοκίων, η ομοσπονδιακή τράπεζα είχε και άλλα μέσα ενάντια στην κρίση. Το ομοσπονδιακό σύστημα μπορεί να στηρίζει απευθείας τις αγορές αξιών και τη γενικότερη οικονομία μέσω διαφόρων διευκολύνσεων, οι οποίες μπορούν να διαχωριστούν σε τρία είδη: 1) δανεισμός στα χρηματοοικονομικά ιδρύματα, 2) παροχή ρευστότητας κατευθείαν σε στρατηγικές αγορές κεφαλαίων, 3) αγοράζοντας μεγαλύτερης διάρκειας εγγυήσεις

Η πρώτη επιλογή, προέρχεται από τον παραδοσιακό ρόλο της ομοσπονδιακής τράπεζας ως δανειστής εσχάτης προσφυγής σε περιόδους κρίσεις. Η Κεντρική Τράπεζα μπορεί να επέμβει

⁹⁵ C. Randall Henning, *The ECB as a strategic Actor: Central Banking in a politically fragmented union*, School of International Service, American University, Washington DC, volume 2015, number1, January 9, 2015

⁹⁶ Alessandro Carboni and Andrea Carboni, «From Taylor rule to money. Traditional and unconventional monetary policies in the first years of the financial crisis. Evidence from the United Kingdom, the USA and Europe.», University of Siena, σελ 27

στην οικονομία προσφέροντας βραχυπρόθεσμη ρευστότητα σε αξιόπιστα χρηματοοικονομικά ιδρύματα, ώστε να αποφευχθεί τραπεζικός πανικός.⁹⁷

Η ομοσπονδιακή τράπεζα προέβη σε ενέργειες που θα εξασφάλιζαν την απευθείας πρόσβαση στα χρηματοοικονομικά ιδρύματα σε βραχυπρόθεσμο δανεισμό. Όπως για παράδειγμα η δημιουργία νέων διευκολύνσεων για τις δημοπρασίες τίτλων και τη διευκόλυνση πρόσβασης των πρωταρχικών διαμεσολαβητών πώλησης αξιών και των τραπεζών επιλέξιμων να δανείζονται από την προεξοφλητική θυρίδα δανεισμού της Fed. (discount window Lending)⁹⁸

Ακόμα μια σημαντική δράση ήταν η έγκριση διμερών ανταλλαγών συναλλάγματος με 14 ξένες κεντρικές τράπεζες, σκοπό της εν λόγω ενέργειας ήταν να δοθεί η δυνατότητα σε άλλες κεντρικές τράπεζες να αγοράζουν δολάρια από την Fed, ώστε να δανείζουν στις εγχώριες τους τράπεζες, γεγονός το οποίο θα διευκόλυνε τις συνθήκες μέσα από τις οποίες το δολάριο θα χρηματοδοτεί τις παγκόσμιες αγορές.

Οι ενέσεις ρευστότητας από τη Fed προσπάθησαν να αποφύγουν το συστημικό κίνδυνο και να επιτρέψουν στα τραπεζικά ιδρύματα να ανταποκριθούν στις ανάγκες τους σε ρευστό, καθώς την ίδια στιγμή αύξησαν την πρόθεση δανεισμού και προσπάθησαν να επαναφέρουν ομαλές οικονομικές συνθήκες στην αγορά.

Το δεύτερο είδος ενεργειών, περιέχει την πρόβλεψη για παροχή ρευστότητας απευθείας στους δανειστές και τους επενδυτές σε στρατηγικές αγορές. Το ομοσπονδιακό σύστημα εισήγαγε διευκολύνσεις που στόχευαν στην εξαγορά υψηλού πιστωτικού δανεισμού, διάρκειας τριών μηνών, σε εμπορικά ομόλογα τα οποία προσέφεραν ρευστότητα σε αμοιβαία κεφάλαια. Ακόμα, άλλη μια διευκόλυνση επιτρέπει δάνεια τριών χρόνων, με εγγυήσεις AAA τίτλων εξασφαλισμένων με φοιτητικά δάνεια, δάνεια πιστωτικών καρτών και δάνεια εγγυημένα από μικρομεσαίες επιχειρήσεις.

Το τρίτο είδος ενεργειών, παρέχει την εξαγορά μακροπρόθεσμων ασφαλειών από το χαρτοφυλάκιο της Fed: για παράδειγμα η ομοσπονδιακή τράπεζα ανακοίνωσε την εξαγορά πάνω από \$100 δις εγγυήσεων επιχειρήσεων χρηματοδοτούμενων από την κυβέρνηση(government sponsored enterprise-GSE), και \$500δις σε εγγυήσεις επιχειρήσεων χρηματοδοτούμενων από την κυβέρνηση οι οποίες είναι εγγυημένες με υποθήκες ακίνητης περιουσίας. Προφανώς, υπήρξε μείωση στα επιτόκια των υποθηκών λόγω αλληλεπίδρασης των εν λόγω πράξεων. Αυτά τα τρία είδη ενεργειών εκ μέρους της ομοσπονδιακής τράπεζας συνοψίζονται σε έναν όρο την πιστωτική χαλάρωση(credit easing).⁹⁹

⁹⁷ Ibid σελ 28-29

⁹⁸ Ibid σελ 29

⁹⁹ Ibid σελ 30-31

Κεφάλαιο Τρίτο

Τράπεζα της Αγγλίας

Η Τράπεζα της Αγγλίας, η δεύτερη παλαιότερη τράπεζα στον κόσμο¹⁰⁰, ιδρύθηκε το 1694 ως κυβερνητική κεντρική τράπεζας της Αγγλίας υπό την Ιδρυτική Πράξη της Τράπεζας της Αγγλίας (Bank of England Act)¹⁰¹, η ίδρυση της έχει απασχολήσει πολλούς μελετητές και αναλυτές, με κυρίαρχες μελέτες από τους από τους Andreades (1924), Clapham (1944), Rogers (1887), and Richards (1965).¹⁰²

Την ανάγκη για τη δημιουργία της κεντρική τράπεζας της Αγγλίας εξέφρασαν, ο Scotsman και ο William Paterson, οι οποίοι παρατήρησαν ότι εθνική χρηματοδότηση ήταν ανοργάνωτη και δεν υπήρχε σύστημα διαχείρισης της έκδοσης χρήματος και πιστώσεων. Για την επίτευξη του εγχειρήματος δημιουργήθηκε ένα σχήμα χρηματοδότησης της τράπεζας με 1.2 εκ λίρες προερχόμενα από ιδιωτική χρηματοδότηση, οι χρηματοδότες οι οποίοι συμμετείχαν ύστερα στην διακυβέρνηση της τράπεζας της Αγγλίας. Η τράπεζα συγκέντρωσε τους κυβερνητικούς λογαριασμούς και τη διαχείριση των χρεών. Στις αρχές του 70' εξελίχθηκε σε δανειστή εσχάτης προσφυγής. Το 1844 το με την έκδοση του Bank Charter Act η Τράπεζα της Αγγλίας απέκτησε την αποκλειστική αρμοδιότητα να εκδίδει τραπεζογραμμάτια.¹⁰³

Η Τράπεζα της Αγγλίας απέκτησε λειτουργική ανεξαρτησία, για να θέτει τα επιτόκια δανεισμού το Μάιο του 1997 και έθεσε ως βασικό στόχο τη δημιουργία μιας συνεκτικής πολιτικής με σταθερά επίπεδα πληθωρισμού και με οικονομική ανάπτυξη.¹⁰⁴

Το κοινοβούλιο έχει δώσει στη Τράπεζα της Αγγλίας, ουσιαστικές αρμοδιότητες ώστε να εκτελέσει το σκοπό της και να προωθήσει την νομισματική και την οικονομική σταθερότητα και ευημερία. Η Τράπεζα λογοδοτεί στο κοινοβούλιο κυρίως μέσω της Δημοσιονομικής Επιτροπής (House of Commons Treasury Committee) στην οποία δίνουν το παρών και οι Διοικητές, οι Διευθύνοντες σύμβουλοι και άλλα μέλη της διοίκησης

Η Τράπεζα διοικείται από ένα ενοποιημένο συμβούλιο διευθυντών, γνωστό ως Συμβούλιο (Court). Το οποίο είναι αρμόδιο για τη διοίκηση των εργασιών της Τράπεζας, θέτει και εφαρ-

¹⁰⁰ Μετά τη Σουηδική Swedish Riksbank, που ιδρύθηκε το 1668

¹⁰¹ Bank of England – Official Portal

Διαθέσιμο: www.bankofengland.co.uk/about/Documents/legislation/1998act.pdf#page=8 (Πρόσβαση 25.7.2015)

¹⁰² J. Lawrence Broza and Richard S. Grossman, Paying for privilege: the political economy of Bank of England charters, 1694–1844, Explorations in Economic History 41 (2004) 48–72, Elsevier Inc, σελ 2
Διαθέσιμο : www.ucsd.edu/~jlbroz/pdf_folder/broz_grossman_EEH.pdf (Πρόσβαση 25.7.2015)

¹⁰³ www.theguardian.com/business/2009/jan/08/central-bank-england (Πρόσβαση 25.7.2015)

¹⁰⁴ Michael Melvin, Christian Saborowski, Michael Sager, Mark P. Taylor, Bank of England interest rate announcements and the foreign exchange market, Cesifo working paper no. 2613, Category 7: Monetary Policy and International finance, April 2009, σελ 2

μόζει την εταιρική στρατηγική της Τράπεζας και παίρνει τις αποφάσεις για τη ανεύρεση πόρων και τον καταμερισμό των εργασιών. Τα εκτελεστικά μέλη του διορίζονται από το στέμμα. Ένα μη-εκτελεστικό μέλος διορίζεται από τον Καγκελάριο του Υπουργείου Οικονομικών για να προεδρεύει του Συμβουλίου. Η Εποπτική Επιτροπή του Συμβουλίου αποτελείται μόνο από μη-εκτελεστικά μέλη και υποστηρίζεται από την Ανεξάρτητη Αρχή Αξιολόγησης και αξιολογεί τη λειτουργία της κεντρικής τράπεζας.¹⁰⁵

Οι κυριότερες επιτροπές της Τράπεζας, οι οποίες είναι υπό την προεδρία του Διοικητή και έχουν εξωτερικά μέλη, είναι η Επιτροπή Νομισματικής Πολιτικής (MPC), η Επιτροπή Οικονομικής Πολιτικής (FPC), το Διοικητικό Συμβούλιο και η Αρχή Προληπτικής Ρύθμισης (PRA).

Το Επιτροπή Νομισματικής Πολιτικής είναι η επιτροπή της Τράπεζας, η οποία λειτουργεί σύμφωνα με τους στόχους που ορίζονται στη νομοθεσία και σε ετήσια βάση καθορίζεται από τον καγκελάριο του Υπουργείου Οικονομικών.

Οι αποφάσεις για τα επιτόκια δανεισμού λαμβάνονται από την Επιτροπή Νομισματικής Πολιτικής (MPC), η οποία έχει συνεδριάσεις δυο μέρες κάθε μήνα, και εκδίδει μια ανακοίνωση αναφορικά με τις αποφάσεις των επιτοκίων δανεισμού το απόγευμα της δεύτερης μέρας συνεδρίασης. Αυτό το καθορισμένο χρονικό πλαίσιο δίνει την αίσθηση της σταθερότητας και αναμονής των αποτελεσμάτων των συναντήσεων για τους ενδιαφερομένους.¹⁰⁶

Η Επιτροπή Οικονομικής Πολιτικής είναι μια υποεπιτροπή του Συμβουλίου και οι στόχοι της ορίζονται με βάση τη νομισματική στοχοθεσία της Τράπεζας. Το Συμβούλιο υποχρεούται από το καταστατικό της Τράπεζας να προετοιμάζει και να δημοσιεύει Στρατηγική για τη Χρηματοπιστωτική Σταθερότητα σε συνεννόηση με την Επιτροπή Νομισματικής Πολιτικής και του Υπουργείου Οικονομικών. Τουλάχιστον μία φορά το χρόνο το η Κυβέρνηση προβαίνει σε συστάσεις σχετικά με τις αρμοδιότητες της Επιτροπής Οικονομικής Πολιτικής για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα, στο οποίο η επιτροπή πρέπει να συμμορφώνεται ή να εξηγεί γιατί έπραξε διαφορετικά (comply or explain).

Η Αρχή Προληπτικής Ρύθμισης αποτελεί θυγατρικής της Τράπεζας σε συνεργασία με το Συμβούλιο προετοιμάζει κάθε χρόνο στρατηγική προληπτικής ρύθμισης του τραπεζικού συστήματος.

Το Νοέμβριο του 2014, έγιναν προτάσεις από την Τράπεζα για την απλοποίηση της δομής και συγκέντρωσης όλων των επιτροπών υπό ένα νομικό πρόσωπο.¹⁰⁷

¹⁰⁵ Bank of England – Official Portal

Διαθέσιμο: www.bankofengland.co.uk/about/Pages/governance/default.aspx (Πρόσβαση 25.7.2015)

¹⁰⁶ Michael Melvin, Christian Saborowski, Michael Sager, Mark P. Taylor, Bank of England interest rate announcements and the foreign exchange market, Cesifo working paper no. 2613, Category 7: Monetary Policy and International finance, April 2009, σελ 2

¹⁰⁷ Bank of England – Official Portal

Διαθέσιμο: www.bankofengland.co.uk/about/Pages/governance/default.aspx (Πρόσβαση 25.7.2015)

Η Επιτροπή Νομισματικής Πολιτικής

Η Τράπεζα επιδιώκει την επίτευξη του στόχου του πληθωρισμού κατά τον καθορισμό του επιτοκίου. Το επίπεδο των επιτοκίων αποφασίζεται από ειδική επιτροπή - η Επιτροπή Νομισματικής Πολιτικής (MPC). Η Επιτροπή Νομισματικής Πολιτικής αποτελείται από εννέα μέλη - πέντε από την Τράπεζα της Αγγλίας και τέσσερα εξωτερικά μέλη που διορίζονται από τον Υπουργό. Είναι υπό την προεδρία του Διοικητή της Τράπεζας της Αγγλίας. Η Επιτροπή Νομισματικής Πολιτικής συνεδριάζει κάθε μήνα για μια διήμερη συνάντηση, συνήθως την Τετάρτη και την Πέμπτη, μετά την πρώτη Δευτέρα κάθε μήνα. Οι αποφάσεις λαμβάνονται με ψηφοφορία της Επιτροπής σχετικά με ένα άτομο βάσει μιας ψήφου.¹⁰⁸

Νομισματικό Πλαίσιο Λειτουργίας

Στόχος της νομισματικής πολιτικής της Τράπεζας της Αγγλίας είναι να διασφαλίζει τη σταθερότητα των τιμών, χαμηλό πληθωρισμό, με επιφύλαξη της στήριξη των οικονομικών στόχων της κυβέρνησης, συμπεριλαμβανομένων εκείνων για την ανάπτυξη και την απασχόληση. Η σταθερότητα των τιμών ορίζεται από στόχο του 2% του πληθωρισμού της κυβέρνησης.

Η στρατηγική της νομισματικής πολιτικής αναγνωρίζει το ρόλο της σταθερότητας των τιμών στην επίτευξη οικονομικής σταθερότητας γενικότερα, καθώς και στην παροχή των κατάλληλων συνθηκών για διατηρήσιμη αύξηση της παραγωγής και της απασχόλησης. Στόχος για τον πληθωρισμό από την κυβέρνηση ανακοινώνεται κάθε χρόνο από τον Υπουργό Οικονομικών στην ετήσια δήλωση προϋπολογισμού.

Το 1998, το Bank of England Act έκανε την Τράπεζα της Αγγλίας ανεξάρτητη για να ρυθμίζει ανεξάρτητα τα επιτόκια. Η Τράπεζα είναι υπόλογη στο Κοινοβούλιο και στο ευρύτερο κοινό. Η νομοθεσία προβλέπει ότι αν, σε ακραίες περιπτώσεις, το εθνικό συμφέρον το απαιτεί, η κυβέρνηση έχει την εξουσία να δώσει οδηγίες στην Τράπεζα για τα επιτόκια για περιορισμένο χρονικό διάστημα.¹⁰⁹

Ο στόχος για τον πληθωρισμό

Ο στόχος για τον πληθωρισμό είναι 2% και εκφράζεται σε όρους ετήσιου ρυθμού πληθωρισμού βάσει του Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΔΤΚ). Ο πληθωρισμός κάτω από το στόχο του 2% κρίνεται ότι είναι εξίσου κακός με τον πληθωρισμό πάνω από το στόχο. Ο στόχος για τον πληθωρισμό είναι, επομένως, συμμετρικός με το όριο αναφοράς.

Εάν ο στόχος δεν θα επιτευχθεί κατά περισσότερο από 1 εκατοστιαία μονάδα και στις δύο πλευρές - δηλαδή, εάν ο ετήσιος ρυθμός πληθωρισμού βάσει του ΔΤΚ είναι περισσότερο από 3% ή λιγότερο από το 1% - ο Διοικητής της Τράπεζας πρέπει να γράψει μια ανοιχτή επιστολή

¹⁰⁸ Monetary Policy, Bank of England – Official Portal Διαθέσιμο: <http://www.bankofengland.co.uk/monetarypolicy/Pages/framework/framework.aspx> (Πρόσβαση 25.7.2015)

¹⁰⁹ Bank of England – Official Portal Διαθέσιμο: www.bankofengland.co.uk/about/Pages/governance/default.aspx (Πρόσβαση 25.7.2015)

στην καγκελάριο εξηγώντας τους λόγους για τους γιατί ο πληθωρισμός έχει αυξηθεί ή μειωθεί σε τέτοιο βαθμό και ποια η Τράπεζα προτίθεται να κάνει για να εξασφαλίσει πληθωρισμού επανέρχεται στο στόχο.(Comply and explain principle)

Ο στόχος της Επιτροπής Νομισματικής Πολιτικής είναι να καθορίσει τα επιτόκια, έτσι ώστε ο πληθωρισμός να μπορεί να επανέλθει στα όρια αναφοράς σε εύλογο χρονικό διάστημα, χωρίς να δημιουργεί αδικαιολόγητες αστάθεια στην οικονομία.

Άσκηση Νομισματικής Πολιτικής

Νομισματική σταθερότητα για την Τράπεζα της Αγγλίας αποτελεί η σταθερότητα του επιπέδου των τιμών και η εμπιστοσύνη στο βρετανικό νόμισμα. Η σταθερότητα των τιμών ορίζεται βάση του κυβερνητικού στόχου, ο οποίος θεσπίζεται βάση των αποφάσεων της Επιτροπής Νομισματικής Πολιτικής.

Η νομισματική πολιτική στο Ηνωμένο Βασίλειο διεξάγεται συνήθως μέσω του ορισμού των επιτοκίων δανεισμού, το Μάρτιο του 2009 η Επιτροπή Νομισματικής Πολιτικής ανακοίνωσε ότι επιπρόσθετα με τον καθορισμό των επιτοκίων, θα διεξήγαγε την νομισματική της πολιτικής και δίνοντας απευθείας ρευστότητα στην αγορά αγοράζοντας χρεόγραφα μέσω των αγορών, τακτική γνωστή και ως ποσοτική χαλάρωση (quantitative easing).

Τον Αύγουστο του 2013 η Επιτροπή Νομισματικής Πολιτικής, παρείχε επίσης, ρητή καθοδήγηση σχετικά με τις διεξαγωγή πράξεων νομισματικής πολιτικής (Forward Guidance)¹¹⁰. Γενικότερα, ο στόχος των χαμηλών επιπέδων πληθωρισμού δεν είναι αυτοσκοπός για την τράπεζα της Αγγλίας, χωρίς να συμβαδίζει με τους στόχους της αειφόρου ανάπτυξης και της απασχόλησης.¹¹¹

Άσκηση της Νομισματικής Πολιτικής υπό το πρίσμα της χρηματοοικονομικής κρίσης

Τα μέτρα που έλαβε η Τράπεζα της Αγγλίας τα πρώτα χρόνια της κρίσης :

Η Νομισματική Επιτροπή της Τράπεζας της Αγγλίας (MPC) μείωσε το επιτόκιο της γύρω στις 450 μονάδες βάσεις από 5% σε 0,5% ανάμεσα στον Οκτώβρη 2008 και τον Μάρτη του 2009, φάνηκε ότι η μείωση του επιτοκίου ήταν αποδεκτή από την αγορά και μεγαλύτερη πτώση ίσως είχε αντίστροφα αποτελέσματα.

Τον Ιανουάριο του 2009, ο Καγκελάριος του Υπουργείου Οικονομικών έδωσε το έναυσμα να ξεκινήσει ένα πρόγραμμα διευκόλυνσης αγοράς τίτλων (Asset Purchase Facility-APF), με σκοπό να αγοράσει υψηλής – ποιότητας τίτλους χρηματοδοτούμενο από την έκδοση τίτλων του Υπουργείου Οικονομικών (Treasury Bills), ο σκοπός του προγράμματος ήταν η παροχή

¹¹⁰ Βλ. Forward Guidance- Bank of England, Διαθέσιμο: <http://www.bankofengland.co.uk/monetarypolicy/Pages/forwardguidance.aspx> (Πρόσβαση 1.8.2015)

¹¹¹ Monetary Policy of Bank of England , Διαθέσιμο : <http://www.bankofengland.co.uk/monetarypolicy> (Πρόσβαση 1.8.2015)

ρευστότητας στις αγορές μέσω εξαγορών κατάλληλων τίτλων, όπως εταιρικά και εμπορικά ομόλογα, και την πώληση τραπεζικών ομολόγων εγγυημένα από την κυβέρνηση, και τίτλους με κάλυψη σε ακίνητη περιουσία, κοινοπρακτικά δάνεια. Όταν το πρόγραμμα APF χρησιμοποιείται για νομισματικούς λόγους, οι εξαγορές ομολόγων χρηματοδοτούνται από την Τράπεζα στην ουσία δημιουργώντας χρήμα, παρά από την έκδοση τίτλων του Υπουργείου Οικονομικών (Treasury Bills).

Σύμφωνα με το γράμμα του Καγκελάριου της 28 Ιανουαρίου στον Διοικητή της Τράπεζας « Η τράπεζα θα πρέπει να αγοράζει τίτλους οι οποίοι είναι υψηλής ποιότητας και αντίστοιχης επενδυτικής αξιοπιστίας» Οι αγορές ομολόγων ανελήφθησαν από ένα θυγατρικό όργανο της Τράπεζας της Αγγλίας το Ταμείο Διευκολύνσεων Αγοράς Ομολόγων της Τράπεζας της Αγγλίας (Bank of England Asset Purchase Facility Fund). Το οποίο προβλέπει την ύπαρξη ασφαλιστικών δικλείδων για ικανοποιητική αποζημίωση σε περίπτωση πιθανών ζημιών από την κυβέρνηση.

Η ίδρυση του εν λόγω ταμείου παρουσιάστηκε ως μέρος της Δήλωσης (Statement) της χρηματοοικονομικής επέμβασης για την υποστήριξη της χρηματοδότησης της οικονομίας. Εξίσου άλλες προτάσεις ήταν 1) η επέκταση των θυρίδων ανάληψης για νέα δάνεια υπό την αιγίδα του Κυβερνητικού προγράμματος Εγγυημένου Δανεισμού Credit Guarantee Scheme (CGS) το οποίο σχεδιάστηκε για να μειώσει τα κόστη δανεισμού ανάμεσα στα τραπεζικά ιδρύματα, 2) η ίδρυση μια νέας διευκόλυνσης για τους καλυμμένους με περιουσιακά στοιχεία τίτλους, 3) επέκταση ημερομηνιών ληκτότητας των τίτλων για την Διευκόλυνση του Δανεισμού Προεξοφλητικής Θυρίδας της Τράπεζας της Αγγλίας (Bank of England's Discount Window Facility) το οποίο παρέχει ρευστότητα στο τραπεζικό σύστημα επιτρέποντας την ανταλλαγή λιγότερων τίτλων άμεσης ρευστότητας, 4) προσφέροντας ένα πλαίσιο προστασίας των κεφαλαίων και των τίτλων που έχουν στην κατοχή τους και 5) αποσαφήνιση των κανονιστικών κριτηρίων των διαθέσιμων αποθεματικών, μέσω των ανακοινώσεων από τη Αρχή Χρηματοοικονομικών Υπηρεσιών (Financial Services Authority (FSA)

Το Υπουργείο ενέκρινε την αρχική αγορά πάνω από £ 50δισ, χρηματοδοτούμενο από την έκδοση Ομολόγων του Υπουργείου (Treasury Bills), ποιοτική χαλάρωση (qualitative easing). Το Υπουργείο, βέβαια, με την αρχική του εξουσιοδότηση στο πρόγραμμα APF, αποσαφήνισε την πιθανότητα να μετατρέψει την διευκόλυνση αυτή σε όργανο νομισματικής πολιτικής, με την χρηματοδότηση της βάση του χρήματος από την αγορά, και όχι με την έκδοση Ομολόγων του Υπουργείου (Treasury Bills). Η Επιτροπή Νομισματικής Πολιτικής αποφάσισε ως προς αυτή την προοπτική, και κατευθύνθηκε από μια πολιτική ποιοτικής σε μια ποσοτικής χαλάρωσης.

112

Οι πρόσφατες πολιτικές που υιοθετήθηκαν στην ΕΕ, στο Ηνωμένο Βασίλειο αλλά και στις ΗΠΑ δείχνουν ότι, παρά τη συνεχή αύξηση της νομισματικής βάσης από τις κεντρικές τράπεζες, οι τραπεζικές χορηγήσεις έχουν μειωθεί ή έχουν γίνει αρκετά δύσκαμπτες . Παράλληλα, αν και τα επίσημα επιτόκια χωρίς τον πιστωτικό κίνδυνο μειώνονται δραστικά και

¹¹² Alessandro Carboni and Andrea Carboni, «From Taylor rule to money. Traditional and unconventional monetary policies in the first years of the financial crisis. Evidence from the United Kingdom, the USA and Europe.», University of Siena

παραμένουν σε χαμηλά επίπεδα, η πτώση στο κόστος χρηματοδότησης των τραπεζών δεν είναι ισοδύναμη. Αποτυγχάνει, δηλαδή, ένα βασικό κανάλι λειτουργίας αυτής της μη συμβατικής νομισματικής πολιτικής.

Αυτό οφείλεται στο ότι σε μη κανονικές συνθήκες, οι τράπεζες αυξάνουν τα spreads και συγχρόνως εφαρμόζουν και άλλους τρόπους αύξησης της προσαρμοσμένης για τον κίνδυνο απόδοσης των δανείων τους, όπως σκληραίνουν τις εγγυήσεις που απαιτούν και αυξάνουν την αρχική κατάθεση σε ένα στεγαστικό δάνειο ή την ποινή αθέτησης σε ένα δάνειο. Έτσι, πέραν των επίσημων επιτοκίων, οι τρεις παράγοντες που επηρεάζουν την προσφορά τραπεζικών δανείων στον ιδιωτικό τομέα είναι ο στόχος της απόδοσης των ιδίων κεφαλαίων, η αύξηση του κόστους τραπεζικής χρηματοδότησης πάνω από τα επίσημα επιτόκια και η εκτιμώμενη πιθανότητα αθέτησης. Όσο υψηλότεροι είναι αυτοί οι τρεις παράγοντες τόσο χαμηλότερη καθίσταται η επιθυμία των τραπεζών να παρέχουν πιστώσεις προς τον ιδιωτικό τομέα.¹¹³

Ωστόσο ένα εφευρετικό παράδειγμα επίτευξης της μείωσης αυτού του κόστους αποτελεί το τρέχον σχήμα FLS (Funding for Lending Scheme) στη Μεγάλη Βρετανία, όπου οι επιπρόσθετες τραπεζικές χορηγήσεις στον ιδιωτικό τομέα μπορούν να αναχρηματοδοτούνται φθηνά από τον δημόσιο τομέα για περίοδο ως τρία έτη. Επιπλέον, αν οι Αρχές θεωρούν ότι οι αγορές υπερβάλλουν σε ό,τι αφορά τους τραπεζικούς κινδύνους αθέτησης, θα μπορούσαν να ενθαρρύνουν τις κεντρικές τράπεζες να αγοράσουν τραπεζικά ομόλογα άμεσα, κάτι που θα τους έδινε συμμετοχή και σε ανοδικές φάσεις. Επίσης, η αγορά τραπεζικών ομολόγων θα ήταν ωφελιμότερη αντί της αγοράς ομολόγων του ιδιωτικού τομέα γενικώς διότι, ενώ θα είχε το ίδιο αποτέλεσμα στη νομισματική βάση, ταυτόχρονα θα μείωνε το κόστος τραπεζικής χρηματοδότησης.¹¹⁴

Κεφάλαιο Τέταρτο

Συγκριτικές παρατηρήσεις τριών συστημάτων

Γενικό Πλαίσιο

Η σύγκριση των τριών συστημάτων που θα ακολουθήσει θα προσπαθήσει να εξετάσει τον τρόπο οργάνωσης, τους στόχους, το πολιτικό και πολιτισμικό πλαίσιο, το θεσμικό υπόβαθρο, τα μέσα άσκησης της νομισματικής πολιτικής και τις προσπάθειες αντιμετώπισης της κρίσης από τα τρία συστήματα.

Η διεθνής χρηματοοικονομική κρίση του 2007-2009 αποτελεί σημείο αναφοράς για την ιστορία των κεντρικών τραπεζών. Η ανάλυση των κυριάρχων μοντέλων και της στρατηγικής που ακολουθούν οι κεντρικές τράπεζες θα διαχωρίζεται πλέον ως προ-κρίσης και μετά- κρίσης ε-

¹¹³ Αλεξάκης, 2013, Εφημερίδα «Το Βήμα», Διαθέσιμο: www.tovima.gr/opinions/article/?aid=531220 (Πρόσβαση 25.7.2015)

¹¹⁴ Αλεξάκης, 2013, Εφημερίδα «Το Βήμα», Διαθέσιμο: www.tovima.gr/opinions/article/?aid=531220 (Πρόσβαση 25.7.2015)

ποχή. Η στρατηγική των κεντρικών τραπεζών πριν την κρίση θεωρούταν ότι ήταν ασφαλής, επικεντρωμένη κυρίως στον έλεγχο του επιπέδου των τιμών και του πληθωρισμού. Η στρατηγική των κεντρικών τραπεζών μετά την κρίση, διαμορφώθηκε σε πιο πολυσύνθετη, κατευθυνόμενη και στην χρηματοοικονομική σταθεροποίηση, παράλληλα με τον έλεγχο του επιπέδου των τιμών. Χρησιμοποιήθηκε ένα εύρος μη συμβατικών μέτρων, όπως ποσοτική χαλάρωση και τραπεζική καθοδήγηση, τακτικές που είναι ακόμα άγνωστες οι επιδράσεις που μπορούν να έχουν σε μακροπρόθεσμο επίπεδο για τη λειτουργία των κεντρικών τραπεζών.¹¹⁵

Αρχίζοντας με κάποιες γενικές παρατηρήσεις για τις διαφορές του Ευρωσυστήματος και του Ομοσπονδιακού αποθεματικού συστήματος και της Τράπεζας της Αγγλίας, μπορούμε αρχικά να βρούμε διαφορές στους στόχους (mandate), καθώς η Fed έχει διττό στόχο νομισματικής πολιτικής (dual mandate), τόσο τη σταθερότητα των τιμών όσο και την πλήρη ανάπτυξη και απασχόληση, σε αντίθεση με το Ευρωσύστημα το οποίο έχει πιο αυστηρή στοχοθεσία προσανατολισμένη ως επί το πλείστον στην σταθερότητα των τιμών. Η Τράπεζα της Αγγλίας, έχει και εκείνη ως βασικό στόχο την σταθερότητα του επιπέδου των τιμών, συμπεριλαμβάνοντας την γενικότερη οικονομική ευημερία των πολιτών στους στόχους της νομισματικής πολιτικής, λαμβάνοντας υπόψη στη διαμόρφωση της και τα επίπεδα απασχόλησης και ανάπτυξης.¹¹⁶

Πολλές ομοιότητες μπορούμε να βρούμε στο Ευρωσύστημα και στο Ομοσπονδιακό Σύστημα τουλάχιστον ως προς τη δομή του, καθώς και τα δύο συστήματα είναι ομοσπονδιακά με μια κεντρική τράπεζα στο επίκεντρο και περιφερικούς βραχίονες τις εθνικές κεντρικές τράπεζες στο μεν και στην περιφερειακές ομοσπονδιακές τράπεζες στο δε. Η Εκτελεστική Επιτροπή της ΕΚΤ προσομοιάζει με το Διοικητικό Συμβούλιο της Fed, και το Διοικητικό Συμβούλιο με την FOMC. Επίσης, ως προς την πολιτική τους ανεξαρτησία, τη διαφάνεια και τη λογοδοσία, τις θητείες των Διοικητών (μην ανανεώσιμες) και τα δικαιώματα ψήφου τους.¹¹⁷ (πλέον ακόμα μεγαλύτερη ομοιότητα με την υιοθέτηση της εκ περιτροπής ψήφου στο Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ)¹¹⁸

Η αρχή της αποκέντρωσης αποτελεί, μια σημαντική διαφορά της ΕΚΤ σε σχέση με την Fed και την τράπεζα της Αγγλίας. Καθώς η ΕΚΤ, με βάση και το άρθρο 9.2 και 12.1 του Καταστατικού της) εκτελεί τα καθήκοντα που τις έχουν ανατεθεί από το ΕΣΚΤ μέσω των Εθνικών Κεντρικών Τραπεζών όπου είναι εύλογο και δυνατό, σε αντίθεση με τις άλλες δυο

¹¹⁵ C. Randall Henning, *The ECB as a strategic Actor: Central Banking in a politically fragmented union*, School of International Service, American University, Washington DC, volume 2015, number 1, January 9, 2015

¹¹⁶ D. Gedesmeier, F.P. Mongelli, B. Roffia, *The Eurosystem, (2007), the US Federal Reserve and the Bank of Japan, Similarities and Differences, European Central Bank Working Paper Series No 247/March 2007, σελ 15*

¹¹⁷ D. Gedesmeier, F.P. Mongelli, B. Roffia, *The Eurosystem, (2007), the US Federal Reserve and the Bank of Japan, Similarities and Differences, European Central Bank Working Paper Series No 247/March 2007, σελ 15*

¹¹⁸ Βλ άνωθι, Πρώτο Κεφάλαιο

κεντρικές τράπεζες που το σύστημα τους είναι πιο προσανατολισμένο στο κέντρο.¹¹⁹

Μια βασική διαφορά που μπορούμε να διακρίνουμε στο Ευρωσύστημα αποτελεί η έλλειψη κοινής δημοσιονομικής πολιτικής και η ανάγκη εναρμόνισης των δημοσιονομικών πολιτικών των κρατών μελών της ευρωζώνης. Σε αντίθεση με τη Fed και την Τράπεζα της Αγγλίας η οποίες έχουν μια ενιαία δημοσιονομική πολιτική, εκπορευόμενη από το ένα Υπουργείο Οικονομικών. Η Fed και η Τράπεζα της Αγγλίας αποτελούν κεντρικές τράπεζες μιας χώρας με ενιαία δημοσιονομική πολιτική και εκδίδουν ένα κρατικού ομόλογο. Γεγονός που διευκολύνει τη νομισματική πολιτική τους σε αντίθεση με την ΕΚΤ που έχει να διαχειριστεί δεκαοχτώ αγορές κρατικών ομολόγων.¹²⁰

Επίσης μια παρατήρηση για το γενικότερο οικονομικό πλαίσιο λειτουργίας των τριών συστημάτων, θα ήταν επίσης οι ανομοιογένεια και το διαφορετικός βάθος των αγορών στα πλαίσια των οποίων οι Κεντρικές Τράπεζες ασκούν τη νομισματική τους πολιτική. Γενικότερα, η ΕΚΤ αντιμετωπίζει αρκετές ανομοιογένειες στις αγορές στις οποίες διαπραγματεύεται τίτλους και αξίες και προσπαθεί να ασκήσει νομισματική πολιτική, έχει να αντιμετωπίσει μεγαλύτερες μακροοικονομικές ανισορροπίες στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών των κρατών μελών της ζώνης του ευρώ, διαφορετικούς οικονομικούς δείκτες και επενδυτικά περιβάλλοντα, διαφορετικά επίπεδα παραγωγικότητας, ανταγωνιστικότητας και φορολογικών συντελεστών ανάμεσα στα κράτη μέλη της ευρωζώνης και γενικότερα δεν αποτελεί άριστη νομισματική περιοχή. Σε αντίθεση με τη Fed και την τράπεζα της Αγγλίας η οποία εκ των πραγμάτων βασίζονται σε αγορές πιο ολοκληρωμένες και ομογενοποιημένες, σε έναν κοινό μακροοικονομικό χώρο με ένα υπουργείο οικονομικών, γεγονός το οποίο διευκολύνει το έργο των κεντρικών τους τραπεζών στις επεμβάσεις τους στις αγορές.¹²¹

Ακόμα μια εμφανής διαφορά του Ευρωσυστήματος και των άλλων συστημάτων, μπορεί να ανιχνευτεί σε πολιτικό επίπεδο. Το Ευρωσύστημα αποτελείται από δέκα εννέα διαφορετικά πολιτικά συστήματα με δομικές και πολιτικές ανομοιογένειες και ζυμώσεις και σε περιόδους κρίσης είναι ίσως πιο δύσκολο η ΕΚΤ να λάβει αποφάσεις οικονομικής πολιτικής, χωρίς μεγάλα περιθώρια ελιγμών στις διαπραγματεύσεις των υπουργών οικονομικών στο Συμβούλιο.¹²²

Γενικότερά, παρατηρείται επίσης μια μεγαλύτερη δυσκαμψία στην ΕΚΤ στην μείωση των επιτοκίων της, λόγω του δομικού ιστορικού και πολιτισμικού υπόβαθρού της, βασισμένο στο

¹¹⁹ Βλέπε αναλυτικά Francisco Javier Priego and Fernando Conlledo, The role of the Decentralisation principle in the legal construction of the European System of Central Banks

¹²⁰ Κότιος, 2012

¹²¹ D. Gedesmeier, F.P. Mongelli, B.Roffia, *The Eurosystem*, (2007), *the US Federal Reserve and the Bank of Japan, Similarities and Differences*, *European Central Bank Working Paper Series No 247/March 2007*, σελ 7

¹²² C. Randall Henning, (2015), *The ECB as a strategic Actor: Central Banking in a politically fragmented union*, *School of International Service, American University, Washington DC*, volume 2015, number 1

αυστηρό γερμανικό μονεταριστικό πρότυπο της (πρότυπο της Deutsche Bundesbank) με προσήλωση στη σταθερότητα των τιμών με κάθε κόστος, φοβούμενη πληθωριστικές πιέσεις εριζόμενη από προηγούμενα υπερπληθωρισμού του πρόσφατου γερμανικού παρελθόντος.¹²³ Σε αντίθεση με τη Fed και την τράπεζα της Αγγλίας, οι οποίες εμφανίζονται πιο ευέλικτες στην διεξαγωγή της νομισματικής πολιτικής, ακολουθώντας εξίσου και τους στόχους την πλήρους απασχόλησης και ανάπτυξης.

Η απόκριση στις ταραχώδεις οικονομικές περιόδους αποτελεί, επίσης σημείο διαφοροποίησης για την ΕΚΤ σε σχέση με τη Fed και την Τράπεζα της Αγγλίας. Καθώς, η πολυσπερμία των απόψεων, η έλλειψη ενός ενιαίου οικονομικού επιτελείου και το πολύπλοκο σύστημα διακυβέρνησης δεν επιτρέπουν στην ΕΚΤ να δράσει άμεσα και αποτελεσματικά.¹²⁴ Σε αντίθεση με τη Fed και την τράπεζα της Αγγλίας οι οποίες, στην πρόσφατη κρίση του 2007, ανταποκρίθηκαν πιο άμεσα και προέβησαν σε μαζικές αγορές κυβερνητικών ομολόγων σταθεροποιώντας της χρηματαγορές.

Νομισματική απόκριση στην κρίση από τα τρία συστήματα

Πριν την κρίση του 2007, η ΕΚΤ, η Fed και η τράπεζα της Αγγλίας είχαν πολύ διαφορετικά συστήματα διεξαγωγής της νομισματικής πολιτικής και συγκεκριμένα αναφορικά με το είδος των ασφαλειών (securities), οι οποίες ήταν επιλέξιμες ως εγγυήσεις ως εχέγγυα (collateral) για οποιαδήποτε πίστωση προερχόμενη από τις ανωτέρω κεντρικές τράπεζες.

Η ΕΚΤ δεχόταν ένα ευρύ φάσμα εγγυήσεων ως εχέγγυα στις βασικές της πράξεις ανοιχτής αγοράς, καθώς επίσης επέτρεπε ένα ευρύ φάσμα αντισυμβαλλόμενων τραπεζών να συμμετάσχουν στις εν λόγω συναλλαγές. Επιπλέον, το Ευρωσύστημα διεξήγαγε μεγάλο όγκο πράξεων ανοιχτής αγοράς και χωρίς διαφοροποίηση του επιτοκίου δανεισμού εξαρτώμενο από το είδος των εγγυήσεων.

Η FED, από την άλλη, δεχόταν μόνο δημόσιες ή οιονεί δημόσιες εγγυήσεις ως εχέγγυα στις προσωρινές συναλλαγές, και τις διεξήγαγε με ένα στενό κύκλο λιγότερο των είκοσι αντισυμβαλλομένων. Ακόμα, οι προσωρινές συναλλαγές ήταν μικρού μεγέθους και οι FED διαφοροποιούσε το επιτόκιο δανεισμού στις δημοπρασίες, ανάλογα με τις εγγυήσεις που προσφέρονταν, έτσι ώστε να ελαχιστοποιήσει την επίδραση των συναλλαγών της τιμές των κεφαλαίων.¹²⁵

Η τράπεζα της Αγγλίας βρισκόταν κάπου στη μέση των δύο προτύπων, αλλά σίγουρα πιο κοντά στο πρότυπο της ομοσπονδιακής τράπεζας των ΗΠΑ.

Η επιλογή των προτύπων διεξαγωγής των νομισματικών εργαλείων των κεντρικών τραπεζών

¹²³ Paul de Grauwe, 2008, Τα Οικονομικά της Νομισματικής Ένωσης, Έκτη Διεθνής Έκδοση, Επιμέλεια-Πρόλογος Ελληνικής έκδοσης: Πελαγίδης Θ. και Χορταρέας Γ., Εκδόσεις Παπαζήση, Αθήνα, σελ 271

¹²⁴ C. Randall Henning, (2015), *The ECB as a strategic Actor: Central Banking in a politically fragmented union*, School of International Service, American University, Washington DC, volume 2015, number 1

¹²⁵ Samuel Cheun, Isabel von Koppen –Mertes and Benedict Weller, "The Collateral Framework of the Eurosystem, the Federal Reserve System and the Bank of England and the financial Market Turmoil", European Central Bank, Eurosystem, Occasional Paper Series, σελ 3

περιοριζόταν από εσωτερικούς αλλά και εξωτερικούς παράγοντες. Εξωτερικούς παράγοντες, όπως οι νομικοί περιορισμοί (mandates) υπό τους οποίους λειτουργούν οι κεντρικές τράπεζες, η ολοκλήρωση των αγορών και τα ποσοστά ρευστότητας καθώς και η γενικότερη λειτουργία του τραπεζικού συστήματος. Εσωτερικούς περιορισμούς, όπως η πολιτική ρευστότητας που επιλέγει η κεντρική τράπεζα να ακολουθήσει, είτε μέσω οριστικών πράξεων είτε μέσω προσωρινών συναλλαγών, την ικανότητα της κεντρικής τράπεζας να επηρεάζει την σταθερότητα των τιμών, τη διαφοροποίηση των επιλέξιμων εγγυήσεων ανάλογα με τον τύπο της συναλλαγής και των εχεγγύων που δίδονται από τους αντισυμβαλλομένους.

Μετά την επέλευση της κρίσης, η οποία ανατάραξε το γενικότερο πλαίσιο οικονομικής χρηματοδοτικής δραστηριότητας και όχι μόνο τον τραπεζικό τομέα. Έγινε ξεκάθαρο, για τις κεντρικές τράπεζες ότι έπρεπε να προσφέρουν χρηματοδοτικές ροές στις εμπορικές τράπεζες, έτσι ώστε να αποφευχθεί μια συστημική κρίση.

Η Fed και η τράπεζα της Αγγλίας, οι οποίες με την εμφάνιση της κρίσης είχαν ένα στενότερο κύκλο αντισυμβαλλομένων και επιλέξιμων εγγυήσεων, επέκτειναν σημαντικά την βάση των συναλλαγών τους. Συγκεκριμένα, και οι δύο τράπεζες άρχισαν να δέχονται εγγυήσεις ως εχέγγυα με κάλυψη περιουσιακών στοιχείων από τον ιδιωτικό τομέα, το είδος αυτών των εγγυήσεων, οι οποίες στάθηκαν οι αιτία για την αρχή της διεθνούς χρηματοοικονομικής κρίσης του 2007.¹²⁶

Το Ευρωσύστημα από την άλλη πλευρά, το οποίο δεχόταν τέτοιου είδους εγγυήσεις, στις συναλλαγές αρκετό καιρό πριν το ξέσπασμα της κρίσης ως εργαλεία για την παροχή ρευστότητας, ήταν πιο εύκολο να εξυπηρετήσει τις ανάγκες των τραπεζών για ρευστότητα χωρίς μεγάλες προσαρμογές.

Αλλά την άνοιξη του 2009, η FED είχε υιοθετήσει τόσο μεγάλο εύρος διευκολύνσεων που το ποσοστό της ενίσχυσης της ρευστότητας- μετρούμενο με τέσσερα κριτήρια – το μέγεθος, το είδος των εγγυήσεων, το εύρος των αντισυμβαλλομένων και το επιτόκιο δανεισμού,- ήταν ισότιμο ή ακόμα και κατά μερικούς πιο ανταγωνιστικό ως προς την εξυπηρέτηση των τραπεζικών αναγκών σε σχέση με το Ευρωσύστημα.

Βέβαια, αυτό αποδείχθηκε προσωρινό φαινόμενο, καθώς τα περισσότερα προγράμματα χρηματοδοτικής ενίσχυσης επέστρεψα στην προηγούμενη κατάσταση μόλις οι οικονομικές συνθήκες στις αγορές άρχισαν να ομαλοποιούνται. Την ίδια ώρα που η EKT το σύστημα αναχρηματοδότησης των αγορών συνέχισε να είναι στα ίδια επίπεδα, αποδεικνυόμενο ως σχετικά μη εξυπηρετικό για τις ανάγκες τους τραπεζικού συστήματος, το οποίο άρχισε να εμφανίζει μεγαλύτερες ρωγμές.

Το υψηλό επίπεδο της λεγόμενης εξασφάλισης ρευστότητας (liquidity insurance), που προσφέρθηκε από το Ευρωσύστημα και πριν και μετά από την κρίση, είχε οφέλη ως άμεσο εργαλείο για την καταπράυνση της κρίσης. Τα μέτρα πάρθηκαν εγκαίρως και το πρόγραμμα αναχρηματοδότησης των τραπεζών κατάφερε να ελαχιστοποιήσει τον κίνδυνο για έλλειψη ρευστότητας. Φυσικά αυτά τα οφέλη, είχαν ως αντίβαρο, το υψηλό ρίσκο της αποδοχής εγγυήσεων ως εχέγγυα όχι τόσο εύκολα ρευστοποιήσιμα. Επίσης, η αποδοχή μεγαλύτερου εύρους εγγυήσεων, γενικότερα, μπορεί να υπονομεύσει το κίνητρο των τραπεζών και την

¹²⁶ *ibid*, σελ 4

αξιοπιστία τους να αποφύγουν το κίνδυνο της έλλειψης ρευστότητας ρευστότητας.¹²⁷

Νομικοί Περιορισμοί στην άσκηση της νομισματικής πολιτικής

Οι νομικοί περιορισμοί , κάτω από τους οποίους λειτουργούν οι κεντρικές τράπεζες έχουν άμεσα αποτελέσματα στην διεξαγωγή των νομισματικών συναλλαγών τους.

Στο Ευρωσύστημα , υπάρχει νομικός περιορισμός, ως προ της αγορά δημόσιων εγγυήσεων στην πρωτογενή αγορά από την ΕΚΤ, αν και δύναται να αγοράσει τα εν λόγω χρεόγραφα στη δευτερογενή αγορά. Επίσης, η ΕΚΤ δεν επιτρέπεται να δανείζει απευθείας τα τραπεζικά ιδρύματα του δημόσιου τομέα. Και στην αγορά εγγυήσεων ως εχέγγυα , το Ευρωσύστημα έχει την υποχρέωση να μην διαχειρίζεται τα χρεόγραφα του δημοσίου και του ιδιωτικού τομέα χωρίς διακριτική μεταχείριση, εκτός μόνο σε περιπτώσεις που ορίζεται από αντικειμενικούς σκοπούς, όπως σε περίπτωση πιστωτικού κινδύνου ή κινδύνου έλλειψης ρευστότητας. Αυτές οι προϋποθέσεις πηγάζουν από το καταστατικό λειτουργίας του ΕΣΚΤ, και δίνουν τη δυνατότητα στην ΕΚΤ να δέχεται ένα μεγάλος εύρος εγγυήσεων και να χρηματοδοτεί τραπεζικά ιδρύματα τόσο ως δανειστής εσχάτης προσφυγής, όσο και ως διαμορφωτής νομισματικής πολιτικής.

Στην περίπτωση της Fed , ο δανεισμός στα αποθεματικά τραπεζικά ιδρύματα ως δανειστής εσχάτης προσφυγής και ως διαμορφωτής νομισματικής πολιτικής διεξάγοντας πράξεις ανοικτής αγοράς θεωρούνται ξεχωριστές δραστηριότητες. Διεξάγονται από διαφορετικά όργανα το μεν από το Διοικητικό Συμβούλιο και το δε από την FOMC. Τη Ιδρυτική πράξη του ομοσπονδιακού συστήματος- Federal Reserve Act (FRA) – η Fed περιορίζει το δανεισμό προεξοφλητικής θυρίδας (discount window lending) μόνο σε ασυνήθιστες και απαιτητικές περιστάσεις. Σύμφωνα με τη FRA , ένα μεγάλο μέρος εγγυήσεων είναι επιλέξιμο ως δικλίδα ασφαλείας. Τα είδη των εγγυήσεων που είναι επιλέξιμα βρίσκονται στη διακριτική ευχέρεια της διοίκησης της εκάστοτε ομοσπονδιακής τράπεζας, αν και επί της ουσίας αυτές οι πολιτικές διαμορφώνονται για ολόκληρο το ομοσπονδιακό τραπεζικό σύστημα. Σε αντίθεση, το εύρος των επιλέξιμων εγγυήσεων για τις πράξεις ανοικτής αγοράς είναι ιδιαίτερος περιορισμένο, μόνο έντοκα γραμματεία δημοσίου , τίτλους χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων και τίτλους ο οποίοι καλύπτονται με ακίνητη περιουσία (mortgage-backed securities- MBSs). Οι πράξεις ανοικτής αγοράς είναι προσβάσιμες σε όλων των ειδών τα χρηματοοικονομικά ιδρύματα.

Η Τράπεζα της Αγγλίας δεν περιορίζεται από καταστατικούς κανόνες ως προς την επιλεξιμότητα των εγγυήσεων που δέχεται ως εχέγγυα.¹²⁸

Ολοκλήρωση των αγορών κεφαλαίων

Η ολοκλήρωση των αγορών κεφαλαίων μπορεί να έχει σημαντική επίδραση στην άσκηση της νομισματικής πολιτικής. Για την εξισορρόπηση της υπαναχώρησης ρευστότητας από την

¹²⁷ Samuel Cheun, Isabel von Koppen –Mertes and Benedict Weller, "The Collateral Framework of the Eurosystem, the Federal Reserve System and the Bank of England and the financial Market Turmoil", European Central Bank , Eurosystem, Occasional Paper Series No 107 , December 2009, σελ 5

¹²⁸ Ibid σελ 10

αγορά, η οποία πετυχαίνεται κυρίως με τον έλεγχο των τραπεζογραμματίων που βρίσκονται σε κυκλοφορία, όπως και η αύξηση σε απαίτηση ρευστότητας μέσω της αύξησης των απαιτούμενων διαθέσιμων αποθεματικών, οι κεντρικές τράπεζες μπορούν να παρέχουν ρευστότητα στο τραπεζικό τομέα μέσω των οριστικών ή των προσωρινών πράξεων ανοικτής αγοράς. Η απόφαση της κεντρικής τράπεζας στο αν θα επιλέξει να εστιάσει στις οριστικές ή στις προσωρινές πράξεις ανοικτής αγοράς εξαρτάται από την ολοκλήρωση των αγορών κεφαλαίων σε συνάρτηση με τη ρευστότητα που απαιτείται να παρέχεται στο τραπεζικό σύστημα. Μια κεντρική τράπεζα δύναται να ακολουθήσει μια νομισματική πολιτική βασισμένη στις οριστικές πράξεις σε μόνιμη βάση και χωρίς να προκαλέσει διαστρέβλωση των αγορών μόνο υπό την προϋπόθεση ότι οι αγορές κεφαλαίων που διεξάγονται οι πράξεις ανοικτής αγοράς είναι ολοκληρωμένες αρκετά.

Όταν το Ευρωσύστημα σχεδίασε το επιχειρησιακό πλαίσιο των πράξεων ανοικτής αγοράς, έπρεπε να λάβει υπόψη του την ανομοιογένεια ως προς το βάθος της ολοκλήρωσης, των εθνικών χρηματαγορών των κρατών μελών. Τα τεχνικά ζητήματα τα οποία προέκυψαν από την έλλειψη ενός ενιαίου δημόσιου ομολόγου για τις χώρες της ευρωζώνης ήταν ένας από τους λόγους για τους οποίους το Ευρωσύστημα δεν επέλεξε ένα χαρτοφυλάκιο νομισματικής πολιτικής βασισμένο στις οριστικές πράξεις ανοικτής αγοράς, μέχρι τον Ιούλιο του 2009 με την προσπάθεια ομογενοποίησης των αγορών τίτλων με την έκδοση του προγράμματος αγοράς καλυμμένων ομολόγων της ΕΚΤ (Covered Bond Purchase Programme). Λόγω λοιπόν της έλλειψης νομισματικής πολιτικής οριστικών πράξεων το Ευρωσύστημα διεξήγαγε μεγάλο αριθμό προσωρινών πράξεων ανοικτής αγοράς, κοντά στα 466 δις ευρώ (38% του ισολογισμού της τον Ιούλιο του 2007) λίγο πριν ξεσπάσει η κρίση.

Αυτή η επιλογή είχε συνέπειες στην άσκηση της νομισματικής πολιτικής από την ΕΚΤ. Καθώς, όσο μεγαλύτερος είναι ο όγκος των προσωρινών πράξεων ανοικτής αγοράς από την κεντρική τράπεζα σε σχέση με τον όγκο των εγχώριων αγορών ομολόγων, τόσο μεγαλύτερη είναι η ανάγκη να επεκτείνει τη βάση της επιλεξιμότητας των εγγυήσεων που δέχεται ως εχέγγυα σε τίτλους του ιδιωτικού τομέα ή σε μη-εμπορεύσιμους τίτλους.

Στο πλαίσιο των συναλλαγών της Fed, η αναλογία των προσωρινών πράξεων ανοικτής αγοράς με σε σχέση με το μέγεθος της αγοράς των εγχώριων κρατικών ομολόγων ήταν, πριν την επέλευση της κρίσης, πολύ χαμηλή στο 1:200, λόγω του περιορισμένου ρόλου των προσωρινών πράξεων ανοικτής αγοράς, την στιγμή που στο Ευρωσύστημα ο ίδιος λόγος βρισκόταν στο 1:10 και στην Τράπεζα της Αγγλίας στο 1:9, καταδεικνύοντας ότι οι δύο αυτές τράπεζες θα αντιμετώπιζαν μεγαλύτερους περιορισμούς στην αγορά εγγυήσεων, αν μόνο τα εσωτερικά κυβερνητικά ομόλογα ήταν επιλέξιμα.

Άλλος ένας παράγοντας ο οποίος επηρεάζει το πλαίσιο της νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος, είναι το γεγονός ότι ήταν παραδοσιακά ένα σύστημα βασισμένο στα τραπεζικά ιδρύματα και ένα σχετικά όχι και τόσο ανεπτυγμένο ιδιωτικό πλαίσιο αγοράς ομολόγων. Η χρηματοδότηση των τίτλων υποθηκευμένων κατοικιών στην ευρωζώνη ήταν και παραμένει στα πλαίσια λιανικών καταθέσεων. Επίσης, η εταιρική αγορά ομολόγων στην ευρωζώνη είναι σχετικά όχι και τόσο ανεπτυγμένη, καθώς οι επιχειρήσεις λαμβάνουν συνήθως χρηματοδότηση από το τραπεζικό σύστημα παρά από τις ίδιες τις αγορές. Ο κυρίαρχος ρόλος των δανείων στο Ευρωσύστημα και ο περιορισμένος ρόλος των τιτλοποιήσεων των δανείων (securitisation of loans) για τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις, ήταν ένας από τους λόγους για τους οποίους το Ευρωσύστημα ανέπτυξε ένα μεγάλο εύρος επιλεξιμότητας των τραπεζικών

δανείων, που εισήχθη στις αρχές του 2007.

Επίσης, εκτός από τις αγορές βασισμένες στο τραπεζικό σύστημα, η νομισματική πολιτική επηρεάστηκε και από την εν εξελίξει ολοκλήρωση των ευρωπαϊκών αγορών. Ένα άμεσο αποτέλεσμα την εν λόγω διαδικασίας ήτα η υιοθέτηση ενός συστήματος πράξεων ανοικτής αγοράς δύο ταχυτήτων, το πρώτο επίπεδο βασισμένο στη ευρωζώνη και τα ομογενοποιημένα επιλέξιμα κριτήρια τίτλων και το δεύτερο επίπεδο στοχευόμενο στις ειδικές ανάγκες των εθνικών τραπεζικών τομέων. Παρότι, ο κατακερματισμός των αγορών υποχωρεί σταδιακά από το 2007, μερικά τμήματα των αγορών δεν έχουν ακόμα ενσωματωθεί και συνεχίζουν να επιδρούν στην γενικότερη νομισματική πολιτική της ΕΚΤ.

Σε αντίθεση, με τις στενά διασυνδεδεμένες και ολοκληρωμένες αγορές τίτλων στις ΗΠΑ, η FED αντιμετώπισε σχετικά λιγότερους περιορισμούς στο πλαίσιο των πράξεων ανοικτής αγοράς. Πριν την κρίση, το Ομοσπονδιακό Τραπεζικό Σύστημα είχε μεγάλο όγκο οριστικών πράξεων ανοικτής αγοράς στο χαρτοφυλάκιο του, κατά προσέγγιση κοντά στο 91% του ισολογισμού του, περιείχε κυρίως ομόλογα αμερικανικού δημοσίου. Οι προσωρινές πράξεις ανοικτής αγοράς περιορίζονταν στο 3% του ισολογισμού τον Ιούλιο του 2007.

Στην περίπτωση της Τράπεζας της Αγγλίας, το σχετικά υψηλό λόγος ανάμεσα στο μέγεθος των προσωρινών πράξεων και των εγχώριων κυβερνητικών αγορών ομολόγων ενδέχεται να διαδραμάτισε σημαντικό ρόλο στην απόφαση στις αρχές του 2000 να επεκτείνει την επιλεξιμότητα των εγγυήσεων που δέχεται ως εχέγγυα για να καλύψει όλες τα ομόλογα των κρατών μελών της ευρωζώνης, τα οποία ξεπερνούν ένα συγκεκριμένο ορισμένο κατώφλι εκτίμησης. Αυτό επέτρεψε στην Τράπεζα της Αγγλίας να επεκτείνει σημαντικά τον όγκο των επιλέξιμων εγγυήσεων, καθώς περιόρισε το εύρος τους με κριτήριο την υψηλή ποιότητα των ομολόγων που δεχόταν.¹²⁹

Πρόσβαση σε αντισυμβαλλομένους

Ένας ακόμα σημαντικός παράγοντας που διαμορφώνει το πλαίσιο των πράξεων ανοικτής αγοράς είναι η επιλογή των αντισυμβαλλομένων οι οποίοι συμμετέχουν στις συναλλαγές με την κεντρική τράπεζα. Αυτό συμβαίνει, καθότι αν όλοι οι άλλοι παράγοντες παραμένουν ίδιοι, όσο πιο ευρεία είναι η βάση των αντισυμβαλλομένων, τόσο ποικιλόμορφη είναι και η βάση των τίτλων που κατέχει η κεντρική τράπεζα στον ισολογισμό της. Αυτή είναι η κυρίαρχη πολιτική της ΕΚΤ, καθώς φροντίζει να δίνει πρόσβαση στις νομισματικές πράξεις ανοικτής αγοράς σε ένα μεγάλο εύρος αντισυμβαλλομένων για δύο λόγους. Πρώτα, για να διασφαλίσει ένα πλαίσιο συμμετοχής των δομικά ετερογενών, τραπεζικών συστημάτων των κρατών μελών της ευρωζώνης στο πλαίσιο των συναλλαγών. Και δεύτερον, για το πρακτικό σκοπό της προώθησης της τραπεζικής ενοποίησης. Με σκοπό τη ευρεία συμμετοχή των ευρωπαϊκών τραπεζών στις δημοπρασίες των τίτλων, η ΕΚΤ επιτρέπει σε όλα τα τραπεζικά ιδρύματα, τα οποία τηρούν ορισμένα ελάχιστα αποθεματικά, να συμμετέχουν στις βασικές προσωρινές πράξεις ανοικτής αγοράς, δεδομένου ότι έχουν κριθεί από το εποπτικό σύστημα ως αξιόπιστα και τηρούν κάποιες βασικές προϋποθέσεις λειτουργίας. Στην πράξη, αυτό σημαίνει ότι ο αριθμός των αντισυμβαλλομένων ανέρχεται στα 1700 τραπεζικά ιδρύματα τα οποία είναι επιλέξιμα στις συνήθεις πράξεις ανοικτής αγοράς (γύρω στο 30% του συνόλου των τραπεζικών ιδρυμάτων στη ευρωζώνη)

¹²⁹ Ibid σελ 11

Σε αντίθεση, όπως ορίζεται στην ιδρυτική πράξη του ομοσπονδιακού συστήματος (FRA), το ομοσπονδιακό σύστημα διακρίνει τους αντισυμβαλλόμενους που έχουν πρόσβαση στο πλαίσιο συναλλαγών πράξεων ανοικτής αγοράς σε αποθεματικές τράπεζες (depository institutions) που έχουν πρόσβαση σε πρωτογενές δανεισμό προεξοφλητικής θυρίδας (discount window lending) και στους υπόλοιπους αντισυμβαλλομένους. Όλες οι 7000 αποθεματικές τράπεζες έχουν έναν αποθεματικό λογαριασμό με την Fed και επαρκή αξιολόγηση αξιοπιστίας έχουν πρόσβαση στον πρωτογενή δανεισμό (discount window lending) και έχει ιστορικά αξιοποιηθεί ως δανεισμός εσχάτης προσφυγής.

Σε γενικές γραμμές, το ομοσπονδιακό τραπεζικό σύστημα είναι προσβάσιμο σε όλα τα είδη χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων. Δεδομένου όμως του περιορισμένου ρόλου των προσωρινών πράξεων ανοικτής αγοράς και του γεγονότος ότι η Fed λειτουργεί κατευθείαν στις ιδιωτικές αγορές οι οποίες είναι αποδεκτές από την FRA, έχει παραδοσιακά ένα μικρό μέγεθος πρωτογενών αντισυμβαλλομένων. Ο βασικός περιορισμός των συγκεκριμένων αντισυμβαλλομένων είναι ότι πρέπει να είναι ενεργοί στις αγοραπωλησίες των κυβερνητικών και των τίτλων από τους διαμεσολαβητικούς χρηματοοικονομικούς ομίλους. Η πρωτογενείς αντισυμβαλλόμενοι λειτουργούν ως διάμεσοι για την προσαρμογή του συνόλου των αποθεματικών ισολογισμών, και την αναδιανομή των αποθεματικών αυτών στις ομοσπονδιακές αγορές ομολόγων.

Παρόμοια, με το ομοσπονδιακό σύστημα, η Τράπεζα της Αγγλίας είχε ως επιλέξιμες για την συμμετοχή στις πράξεις ανοικτής αγοράς ένα μικρό μέρος από τις μεγαλύτερες Τράπεζες Εκκαθάρισης (Clearing Banks), γύρω στα πέντε ιδρύματα, μέχρι το 2006, όταν έλαβε χώρα μια μεγάλη μεταρρύθμιση στο λειτουργικό της πλαίσιο. Εισήχθη ένα σύστημα εθελοντικών αποθεματικών απαιτήσεων το οποίο επέκτεινε το εύρος των αντισυμβαλλομένων. Η Τράπεζα της Αγγλίας δεν δημοσιεύει το ονόματα των ιδρυμάτων οι οποίες είναι επιλέξιμες στις συναλλαγές της, αλλά ενδέχεται να είναι μεγαλύτερο το εύρος τους από το ομοσπονδιακό σύστημα και στενότερο από το Ευρωσύστημα. (γύρω στο 5% με 10% των 400 τραπεζικών ιδρυμάτων) ¹³⁰

Εσωτερικές Επιλογές

Εκτός από το εξωτερικό περιβάλλον, η άσκηση της νομισματικής πολιτικής επηρεάζεται και από εσωτερικούς παράγοντες, οι οποίοι μπορούν αν επηρεάσουν δραστικά τις επιλογές της κεντρικής τράπεζας στην διεξαγωγή των πράξεων ανοικτής αγοράς. Οι εσωτερικοί κανόνες λειτουργίας της κεντρικής τράπεζας, το μέγεθος και η σύσταση του ισολογισμού και αν επιλέξιμες οι εγγυήσεις είναι διαφοροποιημένες λαμβάνοντας υπόψη τον τύπο της συναλλαγής.

Οι κεντρικές τράπεζες σχεδιάζουν, ρητά ή άρρητα, το γενικότερο πλαίσιο λειτουργίας τους, με βάσει κάποιες αρχές. Πολλές από τις αρχές λειτουργίας είναι κοινές και για τις τρεις τράπεζες, συγκεκριμένα το αίτημα να έχουν ευελιξία δράσης στον ισολογισμό τους ή/και επάρκεια εγγυήσεων ως ενέχυρα για να διεξάγουν ομαλά την νομισματική πολιτική τους και του γενικότερους στόχους οικονομικής πολιτικής. Υπάρχουν βέβαια και διαφορές, οι οποίες γίνονται αντιληπτές στο πλαίσιο και την διεξαγωγή της διενέργειας των πράξεων ανοικτής αγοράς.

¹³⁰ Ibid σελ 11-13

Στην περίπτωση του Ευρωσυστήματος, οι βασικές αρχές στην διεξαγωγή των νομισματικών πράξεων προέρχονται από τη Συνθήκη και από το καταστατικό του ΕΣΚΤ και της ΕΚΤ και είναι οι εξής:

- Οι εγγυήσεις ως εχέγγυα πρέπει να προστατεύουν το Ευρωσύστημα από πιθανές απώλειες στις πιστωτικές συναλλαγές
- Ο όγκος των διαθέσιμων εγγυήσεων στους αντισυμβαλλομένους πρέπει να εξασφαλίζει ότι το Ευρωσύστημα δύναται να διεξάγει αποτελεσματικά την νομισματική του πολιτική και να προωθεί την ομαλή λειτουργία του συστήματος πληρωμών
- Οι πράξεις ανοικτής αγοράς πρέπει να είναι προσβάσιμες ισότιμα σε ένα μεγάλο αριθμό αντισυμβαλλομένων
- Οι επιλέξιμες εγγυήσεις πρέπει να προσφέρουν ωφέλιμες ως προς το κόστος και την κινητοποίηση προϋποθέσεις, εκτίμηση του πιστωτικού κινδύνου και δυνατότητες επίβλεψης
- Το πλαίσιο δημοπρασίας των εγγυήσεων πρέπει να είναι απλό και να διαφανές
- Δεν πρέπει να υπάρχει διακριτική μεταχείριση στους τίτλους προερχόμενους από τον δημόσιο τομέα

Το ομοσπονδιακό σύστημα έχει οριοθετήσει τέσσερις αρχές για την διαχείριση των τίτλων που διαπραγματεύεται :

- Το ομοσπονδιακό σύστημα πρέπει να έχει αποτελεσματικό έλεγχο στα αποθέματα και στον μέγεθος του ισολογισμού
- Το ομοσπονδιακό σύστημα πρέπει να διαρθρώνει το χαρτοφυλάκιο του και να διεξάγει τις εργασίες του με τρόπο που να ελαχιστοποιεί την επίδραση τους σε σχετικούς τίτλους και στην πιστωτική επανατοποθέτηση στον ιδιωτικό τομέα
- Το ομοσπονδιακό σύστημα πρέπει να διαχειρίζεται το χαρτοφυλάκιο του έτσι ώστε να ελαχιστοποιεί τους κινδύνους σε συνάρτηση με τους στόχους του και να διατηρεί επαρκή ρευστότητα, που να του επιτρέπει να διεξάγει πιθανές μεγάλου όγκου δραστηριότητες σε μικρό χρονικό διάστημα
- Το ομοσπονδιακό σύστημα πρέπει να τοποθετεί ως προτεραιότητα τις αρχές της διαφάνειας και της λογοδοσίας

Για την Τράπεζα της Αγγλίας, οι πράξεις ανοικτής αγοράς έχουν δύο κύριους στόχους, προερχόμενοι από τις νομισματικές και χρηματοοικονομικές της αρμοδιότητες, καθώς και άλλες δύο επιδιώξεις :

- Να εφαρμόζουν τη νομισματική πολιτική διατηρώντας τα επιτόκια ημερήσιου δανεισμού κοντά στο βασικό επιτόκιο της κεντρικής τράπεζας, έτσι ώστε να χρηματοδοτήσει χωρίς κίνδυνο που δίδεται μέχρι την επόμενη συνεδρίαση της Επιτροπής Νομισματικής Πολιτικής, και να υπάρχει μικρή μεταβλητότητα στα επιτόκια και στη ληκτότητα των τίτλων
- Να μειωθεί το κόστος της οποιασδήποτε αναταραχής της ρευστότητας και των συστημάτων πληρωμών που παρέχονται από τις εμπορικές τράπεζες. Η τράπεζα επιτυγχάνει αυτό το στόχο με την εξισορρόπηση των ασφαλειών της ρευστότητας σε σχέση με τα κόστη της δημιουργίας κινήτρων από τις τράπεζες να αναλάβουν μεγαλύτερους κινδύνους, με σκοπό να αποφευχθεί η ανάληψη κινδύνων στον

ισολογισμό της

- Οι πράξεις αγοράς να έχουν εν γένει ουδέτερα αποτελέσματα στις σχετικές τιμές των τίτλων, υπό κανονικές συνθήκες
- Να προωθήσει ανταγωνιστικές και ισότιμες αγορές στερλίνας¹³¹

Μία από τις σημαντικότερες διαφορές που ανακύπτει είναι η εστίαση των πολιτικών στην ουδέτερη επίδραση στις αγορές. Γενικότερα, οι προσωρινές πράξεις έχουν μικρότερη επίδραση στις τιμές των τίτλων από ότι οι οριστικές πράξεις, λόγω του ότι ο πιστωτικός κίνδυνος των εγγυήσεων παραμένει στον αντισυμβαλλόμενο. Βέβαια, η επίδραση στις τιμές των τίτλων δεν μπορεί να εκλείψει εντελώς, δίδοντας σε μια εγγύηση επιλεξιμότητα, η κεντρική τράπεζα μπορεί να αυξήσει την ρευστοποίηση του τίτλου αυτού, αυξάνοντας την αξία του στην δευτερογενή αγορά σε σχέση με τους τίτλους εκείνους που δεν είναι επιλέξιμοι. Αυτή, λοιπόν η διαδικασία, μπορεί να ενισχύσει το κίνητρο στους αγοραστές να απευθυνθούν για πιστώσει στον ιδιωτικό τομέα για το συγκεκριμένο τίτλο σε σχέση με τους μη επιλέξιμους τίτλους.

Πριν την κρίση, το Ομοσπονδιακό Σύστημα εστίαζε στην ουδετερότητα της επίδρασης των αγορών στις πράξεις ανοικτής αγοράς. Είχε αυτή την ικανότητα καθώς οι τίτλοι που μπορεί να διαπραγματευτεί στην ανοικτή αγορά, σύμφωνα με τη FRA, τα ομόλογα αμερικανικού δημοσίου και τους τίτλους που είναι καλυμμένοι με περιουσιακά στοιχεία (MBSs), χαρακτηρίζονται από σχετική ασφάλεια, πιστωτική ουδετερότητα και επαρκή προμήθεια. Πριν την κρίση η Fed είχε στο χαρτοφυλάκιο των οριστικών πράξεων έναν μεγάλο όγκο ομολόγων του αμερικανικού δημοσίου. Λόγω, λοιπόν, των ολοκληρωμένων αγορών ομολόγων των του αμερικανικού δημοσίου, η Fed μπορούσε να διεξάγει οριστικές πράξεις με ελάχιστη στρέβλωση των τιμών των τίτλων. Αυτή η προτίμηση στην ουδέτερη επίδραση στις αγορές ακολουθήθηκε και στις προσωρινές πράξεις ανοικτής αγοράς, καθώς διεξάγοντας σε διαφορετικές δόσεις, σε συνάρτηση με το είδος των εγγυήσεων που δίδονταν ως ενέχυρα.

Παρόμοια, και η Τράπεζα της Αγγλίας εστίαζει στην ουδετερότητα της επίδρασης στις αγορές. Οι κύριες πράξεις ανοικτής αγοράς παραδοσιακά διεξάγονται σε μιας-δόσης δημοπρασίες στις οποίες επιλέξιμοι τίτλοι είναι τα ομόλογα δημοσίου ή τα οιονεί ομόλογα δημοσίου.

Σε αντίθεση το Ευρωσύστημα, είχε δώσει προτεραιότητα στην επάρκεια των διαθέσιμων εγγυήσεων και του επιπέδου των συναλλαγών που διεξάγονταν ανάμεσα στους αντισυμβαλλομένους. Λαμβάνοντας υπόψη, το σημαντικό κατακερματισμό των ευρωπαϊκών αγορών και την έλλειψη της ενοποίησης του τραπεζικού τομέα (τόσο σε εθνικό, όσο και σε διασυνοριακό επίπεδο), η ΕΚΤ είχε εστιάσει την προσοχή της στη διασφάλιση της προσφοράς χαμηλού κόστους και σε αφθονία εγγυήσεων ως εχέγγυα στους αντισυμβαλλομένους. Υιοθέτησε μια πολιτική ομαδοποιημένων εγγυήσεων για όλων των ειδών τις συναλλαγές, χωρίς διάκριση τιμών. Με την επιλογή αυτή, το Ευρωσύστημα αποδέχτηκε ότι ενδέχεται μέσω των πράξεων αγοράς να επέλθει στρέβλωση στην ισορροπία των αγορών. Δεδομένου, της ελλειμματικής ενοποίησης του τραπεζικού συστήματος και των ελάχιστα ολοκληρωμένων αγορών κεφαλαίων στη ζώνη του ευρώ η επιλογή της ουδετερότητας ήταν εν γένει ανέφικτη.

¹³²

¹³¹ Ibid σελ 14-15

¹³² Ibid σελ 15

Ισολογισμοί των κεντρικών τραπεζών (Central Bank Balance Sheets)

Γενικότερα, το μέγεθος των προσωρινών πιστωτικών συναλλαγών σε σχέση με τις οριστικές, έχει αποτέλεσμα μόχλευσης στην ζήτηση εγγυήσεων, το οποίο ενισχύεται με την προληπτική ζήτηση των τραπεζών σε τίτλους. Αν λοιπόν όλοι οι άλλοι παράγοντες παραμένουν σταθεροί, το μικρότερο του μεγέθους των οριστικών συναλλαγών, τόσο μεγαλύτερο πρέπει να είναι το μέγεθος της ομαδοποίησης των εγγυήσεων για να αποφευχθεί ο κίνδυνος ελλείψεων τίτλων και η αύξηση των τιμών των επιλέξιμων τίτλων. Αν οι κυβερνητική αγορά ομολόγων δεν είναι επαρκής, τότε η κεντρική τράπεζα πρέπει να επεκτείνει την επιλεξιμότητα των τίτλων που διαπραγματεύεται σε μια ευρύτερη βάση. Αυτή είναι και η στρατηγική που ακολουθεί η ΕΚΤ, λόγω του ισχνού χαρτοφυλακίου οριστικών συναλλαγών, έπρεπε να διεξάγει ένα μεγάλο αριθμό προσωρινών συναλλαγών. (38% του ισολογισμού τον Ιούλιο του 2007)

Σε αντίθεση το Ομοσπονδιακό Σύστημα, λόγω των περιορισμών της ιδρυτικής του πράξης (FRA), αλλά και της μεγάλης διαθεσιμότητας ομολόγων του αμερικανικού δημοσίου οδήγησε στην κατοχή ενός ισχυρού χαρτοφυλακίου με οριστικές συναλλαγές και ελάχιστες προσωρινές πράξεις ανοικτής αγοράς. (3% του ισολογισμού τον Ιούλιο του 2007)

Η Τράπεζα της Αγγλίας είχε ένα χαρτοφυλάκιο οριστικών συναλλαγών, το οποίο στόχευε να αντικατοπτρίζει σε κάποιο βαθμό τη μόνιμη δομική κυκλοφορία των τραπεζογραμματίων. Βέβαια, το χαρτοφυλάκιο αυτό παραμένει σχετικά μικρό, καλύπτοντας κατά μέσο όρο λιγότερο από το ένα τέταρτο της κυκλοφορίας των τραπεζογραμματίων. Σε αντίθεση με τη FED, η οποία καλύπτει σχεδόν όλα τα τραπεζογραμμάτια σε κυκλοφορία με το χαρτοφυλάκιο των οριστικών πράξεων, τουλάχιστον πριν την κρίση. Το μικρό μέγεθος του χαρτοφυλακίου των οριστικών συναλλαγών της Τράπεζας της Αγγλίας, σημαίνει ότι χρειάζεται ακόμα να διεξάγει μεγάλο μέρος συναλλαγών ανατοποθέτησης. Αυτό εξηγεί και το γεγονός της ευρείας βάσης επιλεξιμότητας τίτλων ώστε να δέχεται και τα ομόλογα των κρατών της ευρωζώνης εκτός από τα εγχώρια.

Ακόμα, η ζήτηση για εγγυήσεις επηρεάζεται επίσης και από συνολικό μέγεθος του ισολογισμού της κεντρικής τράπεζας. Το επίπεδο των ελάχιστων αποθεματικών διαθέσιμων σχετίζεται άμεσα με τη ζήτηση σε εγγυήσεις ως εχέγγυα. Το Ομοσπονδιακό Σύστημα έχει απαίτηση για πολύ μικρότερο μέγεθος ελάχιστων αποθεματικών διαθέσιμων σε σύγκριση και με το Ευρωσύστημα και την Τράπεζα της Αγγλίας.¹³³

Επίλογος

Τα τελευταία έτη, παρατηρήθηκε έντονη νομισματική δραστηριότητα από την ΕΚΤ, και την FED, αλλά και την Τράπεζα της Αγγλίας. Οι κεντρικές τράπεζες αποκλίνοντας από τα παραδοσιακά εργαλεία νομισματικής πολιτικής άρχισαν λόγω των πιέσεων της πρόσφατης χρηματοοικονομικής κρίσης, καθώς και της κρίσης χρέους της Ευρωζώνης, να υιοθετούν μη-συμβατικές μεθόδους, παράλληλα με τη δραστική μείωση των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων, που έφτασαν τα ιστορικά χαμηλά επίπεδα, κοντά στο μηδενικό επιτόκιο.

¹³³ Ibid σελ 16

Οι μη συμβατικές πολιτικές ,που αναλύθηκαν παραπάνω, παρουσιάζουν κοινούς τόπους, αλλά και σημαντικές διαφορές ανάλογα με τους περιορισμούς τους οποίους αντιμετωπίζει το κάθε σύστημα. Κυρίαρχος στόχος όλων των πολιτικών που υιοθετήθηκαν αποτελεί η προσπάθεια τόνωσης της ρευστότητας των αγορών και των πιστωτικών όρων, η σταθεροποίηση του επιπέδου των τιμών και αποφυγή πληθωριστικών κινδύνων, καθώς και η επιστροφή στην προκρίσης χρηματοοικονομική ομαλότητα.

Η μέτρηση της αποτελεσματικότητας και της επίδρασης των εν λόγω πρακτικών στην πραγματική οικονομία , αποτελεί μια ισχυρή πρόκληση για τους ερευνητές. Σε ομαλές περιστάσεις η εκτίμηση της αποτελεσματικότητας των συμβατικών νομισματικών πολιτικών αποτελεί πιο εφικτό στόχο και μετρήσιμο στόχο, παρακολουθώντας κυρίως τις τιμές των τίτλων και των εγγυήσεων. Στην περίπτωση των μη-συμβατικών μέτρων, η μέτρηση της κατάστασης της νομισματικής πολιτικής (stance) μια κεντρικής τράπεζας , δεν αποτελεί τόσο εύκολα προσεγγίσιμη εκτίμηση, και πρέπει να αναλυθούν και να ληφθούν υπόψη πολλαπλοί παράγοντες.¹³⁴

Εν κατακλείδι, θεωρείται ότι τα συμβατικά και μη συμβατικά μέτρα τα οποία ελήφθησαν και από τις τρεις κεντρικές τράπεζες αποτελούσαν αναπόφευκτη επιλογή, δεδομένων των πολιτικών, δημοσιονομικών, κανονιστικών/καταστατικών και χρηματοοικονομικών περιορισμών και πιέσεων, που είχαν να αντιμετωπίσουν τα τελευταία έτη. Αναμφίβολα, το σκηνικό της λειτουργίας των Κεντρικών Τραπεζών έχει αλλάξει άρδην σε σχέση με την εποχή πριν την ανάδειξη της παγκόσμιας χρηματοοικονομικής κρίσης.

¹³⁴ John H. Rogers, Chiara Scotti, and Jonathan H. Wright, 2014, Evaluating Asset-Market Effects of Unconventional, Monetary Policy: A Cross-Country Comparison, International Finance Discussion Papers, Board of Governors of the Federal Reserve System, Number1101, Σελ 36

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ :

Πρωτογενείς Νομικές Πηγές:

Συνθήκη της Ευρωπαϊκής Ένωσης

Συνθήκη για τη Λειτουργία της Ευρωπαϊκής Ένωσης

Πρωτόκολλο (αριθ. 4) Για το Καταστατικό του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών και της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας

Federal Reserve Act

Bank of England Act

Ελληνόγλωσση :

Βαβούρας, Ι. Σ., (2005), Οικονομική Πολιτική, Εκδόσεις Παπαζήση, Αθήνα

Γεωργακόπουλος Θ.- Τσακαλώτος Ε.,(1996), Οικονομικές Πολιτικές της Ευρωπαϊκής Ένωσης, Εκδόσεις Σταμούλης, Αθήνα

Γκόρτσος, Χρ. Βλ.,(2014), Το Δίκαιο της Ευρωπαϊκής Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης, Νομική Βιβλιοθήκη, Αθήνα

Γκόρτσος, Χρ. Βλ., (2011), Εισαγωγή στο Διεθνές Χρηματοοικονομικό Δίκαιο, Νομική Βιβλιοθήκη, Αθήνα

Κανελλόπουλος Π. Ι. (2010), Το δίκαιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Η Συνθήκη της Λισσαβόνας, Εκδόσεις Σάκκουλα, Αθήνα - Θεσσαλονίκη

Κότιος, Α. και Παυλίδης Γ.,(2012), Διεθνής Οικονομικές Κρίσεις, Κρίσεις του Συστήματος ή της πολιτικής; Εκδοτικός Οίκος Rosili, Αθήνα

Παπαδάκης Ι.,(1999) Τραπεζικό Περιβάλλον, Νομισματική Θεωρία και Πολιτική, Τόμος Α, Ελληνικό Ανοικτό Πανεπιστήμιο, Πάτρα

Στεφάνου Κ.Α., Γκόρτσος Χρ. Βλ. (2005), Διεθνές οικονομικό δίκαιο, Εκδόσεις Νομική Βιβλιοθήκη, Αθήνα

Χριστιανός Β. (2012), Συνθήκη ΕΕ και ΣΛΕΕ, Κατ' άρθρο ερμηνεία, Εκδόσεις Νομική Βιβλιοθήκη, Αθήνα

Dermot McA.,(2005), Οικονομική για Επιχειρησιακές Σπουδές, Ανταγωνισμός, Μακροσταθεροότητα και Παγκοσμιοποίηση, Μετάφραση: Ανδριάννα Σακκά, Εκδόσεις Τυπωθήτω-Γιώργος Δάρδανος, Αθήνα

Krugman P. R., Obstfeld M., (1995), Διεθνής Οικονομική, Θεωρία και πολιτική, Τόμος Β', Μετάφραση: Δουλφής Γ. – Πανταζίδης Στ., Εκδόσεις Κριτική Επιστημονική Βιβλιοθήκη, Αθήνα

Mankiw N. Gr., (2002), *Αρχές της Οικονομικής, Β' τόμος, Μετάφραση: Νικηφόρος Σταματάκης, Εκδόσεις Τυπωθήτω-Γιώργος Δάρδανος, Αθήνα*

Paul de Grauwe, 2008, *Τα Οικονομικά της Νομισματικής Ένωσης, Έκτη Διεθνής Έκδοση, Επιμέλεια- Πρόλογος Ελληνικής έκδοσης : Πελαγίδης Θ. και Χορταρέας Γ., Εκδόσεις Παπαζήση, Αθήνα,*

Samuelson A. P., (1975), *Οικονομική, 9η Αμερικανική Έκδοση, Μετάφραση Διονυσίου Καραγεώργα- Θεοχάρη Παπαμάργαρη, Βιβλιοθήκη Σύγχρονου Οικονομικής Αναλύσεως, Εκδόσεις Παπαζήση, Αθήνα*

Ξενογλωσση

Bank of International Settlements, (2009), *Issues in the Governance of Central Banks, A report from the Central Bank Governance Group, Chair: Guillermo Ortiz, Governor of the Bank of Mexico*

Bank of International Settlements, (2011), *Central Bank Governance and Financial Stability, A report by a Study Group, Chair: Stefan Ingves, Governor, Sveriges Riksbank*

Broza J. L. and Grossman R. S., (2004), *Paying for privilege: the political economy of Bank of England charters, 1694–1844, Explorations in Economic History 41 (2004) 48–72, Elsevier,*

Carboni Al. and Carboni An.,(2011) «From Taylor rule to money. Traditional and unconventional monetary policies in the first years of the financial crisis. Evidence from the United Kingdom, the USA and Europe.», University of Siena

Cheun S., Koppen-Mertes Is., Weller B., (2009), *The Collateral Frameworks of the Eurosystem, the Federal Reserve System and the Bank of England and the financial Market Turmoil, European Central Bank Working Paper Series No107/ December*

C. Randall Henning, (2015), *The ECB as a strategic Actor: Central Banking in a politically fragmented union, School of International Service, American University, Washington DC, volume 2015, number1*

D. Gedesmeier, F.P. Mongelli, B.Roffia, The Eurosystem, (2007), *the US Federal Reserve and the Bank of Japan, Similarities and Differences, European Central Bank Working Paper Series No 247/March 2007*

European Central Bank, (2011), *The Monetary Policy of the ECB,*

European Central Bank, (2009), *The Monetary Policy of the ECB*

Labonte M., (2015), *Monetary Policy and the Federal Reserve: Current Policy and Issues for Congress, Congressional Research Service, 7-5700, June 18*

Melvin M., Saborowski Chr., Sager M., Taylor M. P., (2009), *Bank of England interest rate announcements and the foreign exchange market, Cesifo working paper no. 2613, Category 7: Monetary Policy and International finance, April*

Proctor Ch, LLD, Mann on the Legal Aspect of Money, Seventh Edition, Oxford University

Press

Rogers J. H., Scotti Ch. and Wright J. H., (2014), Evaluating Asset-Market Effects of Unconventional, Monetary Policy: A Cross-Country Comparison, International Finance Discussion Papers, Board of Governors of the Federal Reserve System, Number 110

ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΕΣ ΠΗΓΕΣ ΣΤΟ ΔΙΑΔΙΚΤΥΟ :

Bank of International Settlements (www.bis.org)

Bank of England (www.bankofengland.co.uk)

European Central Bank (www.ecb.europa.eu)

Federal Reserve System (www.Federalreserve.gov)

Interantional Monetary Fund (www.imf.org)